

Kai-Uwe Steck

Regulierung von  
US-amerikanischen  
Investment-  
gesellschaften  
(Investment Companies)

Unter besonderer Berücksichtigung  
des National Securities Markets  
Improvement Act of 1996 (NSMIA)  
und anderer aktueller  
Rechtsanpassungen



PETER LANG

Europäischer Verlag der Wissenschaften

## Inhaltsverzeichnis

<b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>	<b>21</b>
<b>Erster Teil: Grundlagen .....</b>	<b>27</b>
<b>§ 1 Einführung.....</b>	<b>27</b>
A. Gegenstand und Ziel dieser Arbeit.....	27
B. Begriffsbestimmungen .....	29
C. Allgemeines.....	30
I. Ursprung, Wachstum und Bedeutung der US-Investmentbranche .....	30
II. Historische Entwicklung der US-amerikanischen Investment- regulierung.....	38
III. Überblick über den Regelungsgehalt des US-amerikanischen Investmentrechts.....	42
1. Bundesrecht („federal regulations“).....	42
a) Investment Company Act of 1940 (ICA).....	42
b) Investment Advisers Act of 1940 (IAA).....	43
c) Securities Act of 1933 (SA).....	44
d) Securities Exchange Act of 1934 (SEA).....	44
f) Subchapter M of the Internal Revenue Code of 1986 („the Code“ oder IRC).....	45
g) Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988 (ITSFEA).....	45
2. Landesrecht .....	46
3. Sonstiges .....	47
a) SEC-Regelungen.....	47
b) Standesrecht des Investment Company Institute .....	47
4. Zusammenfassung.....	48

<b>Zweiter Teil: Erscheinungsformen der Investment Companies</b> .....	49
<b>§ 2 Typenvorstellung</b> .....	49
A. Allgemeine gesetzliche Definition [15 U.S.C. § 80a-3(a)] .....	49
I. „Orthodox or Typical Investment Companies“ .....	49
II. „Face Amount Certificate Companies“ .....	53
III. „Inadvertent Investment Companies“ .....	54
1. Typenbeschreibung .....	54
2. Befreiungen und Ausschließungen von 15 U.S.C. § 80a-3(a)(1)(C) .....	56
B. Abgrenzung der gesetzlichen Befreiungen und Ausschließungen .....	59
I. „Private Investment Companies“ .....	59
II. Banken, Sparkassen und Versicherungsgesellschaften .....	60
III. Ausländische Banken und Versicherungsgesellschaften .....	61
IV. „Business Development Companies“ .....	62
V. „Pension Funds“, „Collective Trust Funds“ und „Separate Accounts“ .....	63
<b>§ 3 Gesetzliche Untergliederung in „principal classes“</b> .....	67
A. „Face Amount Certificate Companies“ .....	67
B. „Unit Investment Trust“ .....	67
I. Emission rückgabefähiger Einheiten .....	67
II. Relativ beständiges Portefeuille .....	68
C. „Management Companies“ .....	70
I. „catch-all clause“ .....	70
II. Rücknahmepflicht und Diversifikation .....	70
1. „Open-End Management Companies“ („Mutual Funds“) .....	72
2. „Closed-End Management Companies“ .....	73
3. „Hybrid Investment Companies“ .....	74
a) „Closed-End Interval Funds“ .....	74
b) „Open-End Interval Funds“ .....	74

c) „Entended Payment Open-End Funds“ .....	75
D. Vergleich der „principal classes“ .....	75
I. Portefeuille.....	75
II. Rückgaberecht und/oder Sekundärmarkt.....	76
<b>§ 4 Rechtsformen und Funktionseinheiten der Investment Companies .....</b>	<b>81</b>
A. Gesellschaftsrechtliche Organisationsformen und Verantwortlichkeiten .....	81
I. „business trust“ .....	81
1. Allgemeines .....	81
2. Pflichten und Haftung .....	82
a) Treuhänder gegenüber Treugebern .....	82
b) Treuhänder gegenüber Dritten .....	83
c) Treugeber .....	83
II. „corporation“ .....	84
1. Allgemeines .....	84
2. Pflichten und Haftung .....	84
III. „limited partnership“ .....	85
B. Kapitalzusammensetzung .....	85
I. „Closed-End“ Investment Company.....	86
1. „preferred stock“ .....	86
2. Sonstige Formen der Kapitalaufnahme .....	86
II. „Open-End“ Investment Company .....	86
1. Kapitalaufnahme .....	86
2. „series company“ .....	87
3. „Multiple-Class Funds“ .....	87
III. Optionsrechte und vergleichbare Zeichnungsrechte.....	89
C. Verwaltungsaufbau.....	89
I. „board of directors“ .....	89
1. Funktion (Kontrolle durch „independent watchdogs“).....	89

2. Zusammensetzung.....	91
II. „investment adviser“ .....	92
1. „advisory contract“.....	92
2. Vergütung und Pflichten .....	93
III. „principal underwriter“.....	94
IV. Depotbanken als „custodians“ .....	95
V. Sonstige.....	96
D. „checks and balances“: Mängel und Alternativen.....	96
I. „corporate fund“ .....	96
II. Kontrollsystem.....	97
III. Kontrollmangel durch unzureichende Unabhängigkeit.....	98
IV. Kontrollmangel auf Grund von Informationsdefiziten .....	99
V. Ablösung des „board“ durch strenge Marktkontrolle .....	99
VI. Schlußfolgerungen .....	101
<b>Dritter Teil: Ausgewählte Regelungsaspekte .....</b>	<b>103</b>
<b>§ 5 Publizität und Registrierung.....</b>	<b>103</b>
A. Einleitung .....	103
B. Publizitätsvorschriften des ICA und des SA .....	103
I. Anforderungen des ICA.....	103
1. „Open-End Funds“ .....	103
a) Registrierungsmitteilung.....	103
b) Materielle Eintragungserklärung .....	104
aa) Der Prospekt und die '98-Novelle („simplified prospectus“; Part A) .....	104
(1) „risk/return summary“ .....	104
(a) Anlageziele und Anlagestrategie .....	105
(b) Risikopublizität .....	105

(c) Historisches Ertragsdiagramm und Gebührentabelle .....	106
(2) Ausführliche Ziel-, Strategie- und Risikodarstellung.....	106
(3) Management, Organisation und Kapitalzusammensetzung....	107
(4) Allgemeine Anlegerinformation.....	107
(5) Sonstiges.....	108
bb) Weiterführende Informationen („SAI“; Part B).....	108
cc) Sonstige Informationen (Part C) .....	108
2. „Closed-End Funds“ .....	109
II. Anforderungen des SA .....	109
III. Alternativen zum herkömmlichen Prospekt.....	110
1. „electronic prospectus“ .....	110
2. „profile“ .....	110
IV. „Plain English Rule“ .....	112
1. Regelungsgehalt .....	112
2. Verständlichkeit kontra Informationsgehalt.....	113
V. Registrierung ausländischer Gesellschaften.....	115
1. Ausgangslage .....	115
2. Alternativen.....	116
a) „Mirror Fund“ .....	116
b) Registrierung de lege ferenda .....	116
aa) Befreiungsvoraussetzungen.....	116
bb) „memoranda of understanding“ .....	117
c) Privatplatzierung .....	118
<b>§ 6 Verwendung des Fondsvermögens .....</b>	<b>121</b>
A. Einleitung .....	121
I. Prinzip: Freie Vermögensverwendung gemäß der Fondspolitik.....	121
II. Wechsel der Fondspolitik und Anlegerbeteiligung de lege ferenda.....	122
1. Bisherige Bestrebungen („vote with feet and dollars“).....	122

2. Reformvorschläge der SEC.....	122
B. Schranken und Liberalisierungsmaßnahmen.....	123
I. Illiquide und riskante Objekte.....	123
1. Grundstücks- und Warengeschäfte .....	123
2. Nichtregistrierte Wertpapiere.....	124
3. Termingeschäfte.....	124
II. „investment banking business“.....	125
III. Verbundene Personen als Konsortialführer („dumping the trash“).....	126
1. Ausgangslage .....	126
2. Befreiungstatbestand.....	127
IV. „pyramiding“.....	130
1. Begrenzter Erwerbsumfang.....	130
2. Ausnahmen.....	132
a) „fund-of-funds“ .....	132
b) Fonds mit freiwilliger Beschränkung der Verkaufsgebühren.....	133
c) Regelungswirkung („one stop shopping“).....	134
<b>§ 7 „Mutual Funds“ und Internet.....</b>	<b>137</b>
A. Einleitung.....	137
I. Online-Handel.....	137
II. Informationsverbreitung .....	139
III. Abstimmung übers Internet.....	139
IV. Zwischenergebnis.....	140
B. Regulierungsansätze .....	140
I. Informationsverbreitung .....	140
1. Grundregeln.....	140
a) Wahrnehmbarkeit.....	141
b) Zugriffsmöglichkeit .....	142
c) Empfangsbeleg.....	142

d) Widerrufsrecht .....	143
2. „hyperlinks“ .....	143
a) Allgemeines .....	143
b) Regulierungsansätze der NASD .....	144
c) Regulierungsbedürftigkeit.....	145
aa) Notwendigkeit der „hyperlinks“ .....	145
bb) Manipulation und Desinformation.....	146
cc) Darstellungsstandard und einmalige Kontrollpflicht des Verwenders.....	147
II. US-amerikanische Regulierung des internationalen Online-Handels .....	148
1. Praktische Aspekte (Zahlungsmittelstandard: Kreditkateneinsatz und Leverageeffekt).....	148
2. Bundeswertpapierrecht und Kundeneinwerbung über Webseiten .....	149
a) Regelungskonzept .....	149
aa) Internetangebote von ausländischen Fonds .....	150
(1) „offshore offer“ .....	150
(2) „offshore offer“ parallel zum „private offer“ innerhalb der USA .....	151
bb) „offshore offer“ von US-amerikanischen Fonds über das Internet.....	152
b) Fazit .....	153
<b>§ 8 Mergers &amp; Acquisitions.....</b>	<b>157</b>
A. Einleitung .....	157
I. Rechtstatsachen.....	157
II. Begriffsbestimmung .....	157
B. Transaktionsformen im einzelnen .....	158
I. Erwerb eines „investment adviser“ .....	158
1. Fusionsanreize der Beteiligten .....	159

a) Erwerbengesellschaft .....	159
b) Zielgesellschaft .....	159
2. Transaktionsablauf .....	160
a) „share purchase“ .....	160
b) „asset acquisition“ .....	161
c) „merger“ .....	161
II. Übertragung des Beratervertrages („assignment“) und selbsttätige Auflösung .....	162
1. Rechtliche Ausgangslage .....	162
2. Kein Einrücken in die bisherige Beraterposition .....	163
3. Separater Beratervertrag als flankierende Maßnahme einer M&A- Transaktion .....	164
a) Zustimmung der „independent directors“ .....	164
b) Zustimmung der Fondsinhaber .....	166
aa) Inhalt des „proxy statement“ und Kostenübernahme .....	166
bb) Dispens durch die SEC .....	167
4. M&A bedingte Beratervergütung .....	167
III. Option: „hostile takeover“ und sonstige ungeklärte Rechtsfragen .....	169
IV. Reorganisation der Fondsgesellschaften .....	171
1. Transaktionsablauf .....	171
2. Folgen der Vermögensübertragung .....	172
a) Reorganisationsplan .....	172
b) Zustimmung zum Reorganisationsplan .....	172
aa) Anteilinhaber der übertragenden Fondsgesellschaft .....	172
bb) Anteilinhaber der übernehmenden Fondsgesellschaft .....	173
3. Steuerliche Gesichtspunkte („type C reorganisation“). .....	173

## § 9 Ertragsbesteuerung der Investmentgesellschaften und deren Anleger ..175

A. Einleitung .....	175
---------------------	-----

B. Das Verfahren der Ertragsbesteuerung .....	175
I. Steuerliche Behandlung registrierter Investmentgesellschaften .....	175
1. Statuswahl .....	176
2. Bruttoerträge als Bezugspunkt .....	176
a) „90% gross income test“ .....	177
b) Kurzzeitinvestitionen und Spekulationsgewinne („Taxpayer Relief Act of 1997“) .....	177
3. Diversifikationstest des Portefeuilles .....	178
a) RIC-Status als Gütesiegel für risikoaverse Anleger .....	178
b) Disqualifikationsdilemma .....	179
4. Ausschüttungserfordernisse .....	180
II. Steuerliche Behandlung der Fondsanleger .....	180
1. Verkauf oder Rückgabe von Fondsanteilen .....	181
a) Gutgläubiger Veräußerungsfall .....	181
b) Scheingeschäft („wash sale“) .....	183
2. Ausschüttungen vom Fonds an die Anleger .....	183
a) Ordentliche Dividende .....	183
b) Veräußerungsgewinndividende .....	184
aa) Ausgeschüttete Dividende .....	184
bb) Thesaurierte Dividende und Reinvestition .....	184
<b>§ 10 Regelungsfreie Investment Companies .....</b>	<b>187</b>
A. Einleitung .....	187
B. Rechtstatsachen .....	187
I. „Hedge Funds“ .....	187
1. Eigenheiten .....	188
2. Gebührenbeschaffenheit .....	189
3. Aufbau .....	189
II. Nennenswerte Einzelfälle .....	190



1. „Orange County“ .....	190
2. „Long Term Capital Management LP“ .....	190
C. Voraussetzungen der Regelungsbefreiung .....	192
I. Rechtliche Ausgangslage .....	192
1. „private placement“ .....	192
2. Begrenzung der Anlegerzahl .....	193
a) Herkömmliches Berechnungsverfahren .....	193
b) Vereinfachung durch den NSMIA von 1996 .....	194
II. „Qualified Purchaser Funds“ .....	195
1. Ergänzung des ICA durch den NSMIA von 1996 .....	195
2. Anleger als wesentliches Abgrenzungsmerkmal .....	196
a) Unbegrenzte Anlegerzahl .....	196
b) Anlegerqualifikation („qualified purchaser“) .....	196
aa) Individuelle Anleger .....	197
bb) Institutionelle Anleger .....	197
D. Wohlhabende Anleger: Schutzbedürftigkeit vs. Selbstschutzzfähigkeit .....	198
I. Ökonomische Gesichtspunkte haben in den USA Vorrang .....	198
1. Selbstschutzzfähigkeit der institutionellen Anleger .....	199
2. Selbstschutzzfähigkeit der Privatanleger .....	200
3. Ausblick .....	201
II. Vorbildfunktion der US-amerikanischen Liberalisierung .....	201
<b>§ 11 Investmentrechtliche Sonderstellung der Business Development</b>	
<b>Companies (Wagniskapitalfonds) .....</b>	<b>205</b>
A. Einleitung .....	205
B. Funktionsweise und investmentrechtliche Besonderheiten .....	206
I. Unterschiede zur herkömmlichen Investment Company .....	206
1. Anlageprinzipien .....	206
2. Zielgruppe .....	207

3. Aktive Verwaltung der Portefeuilleunternehmen .....	207
II. Qualifikationsanforderungen .....	208
1. Zulässige Anlageobjekte .....	208
a) „eligible portfolio companies“ (EPC's) .....	209
aa) Begriffsbestimmung .....	209
bb) Regelungszweck .....	210
b) Transaktionsbedingungen .....	211
2. Aktive Managementhilfe.....	213
a) Führung und Beratung der Portefeuilleunternehmen .....	213
b) Ausführungspflicht und Redlichkeitsgrundsatz.....	214
3. Tatbestandsanalyse.....	215
a) Wagnisfinanzierung und Sanierung statt Konkurs.....	215
b) Vor- und Nachteile der Managementhilfe .....	216
aa) Reduktion des Anlagerisikos.....	216
bb) Personalbedingte Vorhaltekosten .....	216
cc) Eigennützige Kontrollausübung.....	217
c) Beständiges Einkommen und Risikoreduktion dank „30%-window“ .....	218
III. Weitere rechtliche Besonderheiten im Überblick.....	219
1. Rechtsfragen der Kapitalausstattung.....	219
a) Reduzierte Vermögensdeckung bei Kapitalaufnahme .....	219
b) Zulässigkeit von Optionsplänen.....	220
c) Verkauf der Fondsanteile unterhalb des NAV .....	220
2. Mehrheitliche Unabhängigkeit des „board of directors“ .....	220
3. Erleichterung der steuerrechtlichen Diversifikationsbedingungen .....	221
C. Bewertung und Ausblick: Deutsche Fonds als Wagniskapitalquellen .....	222
I. Trotz Investmentaktiengesellschaft de lege lata keine Wagniskapitalfonds.....	222

---

II. Exkurs: Ausländische Beteiligungsgesellschaften für deutsche Privatanleger.....	222
III. Rechtsanpassung unter kritischer Zuhilfenahme der BDC's.....	223
<b>Vierter Teil: Schlußbetrachtung.....</b>	<b>225</b>
<b>Literaturverzeichnis.....</b>	<b>233</b>
<b>Entscheidungsregister.....</b>	<b>257</b>
<b>Gerichtsentscheidungen:.....</b>	<b>257</b>
<b>SEC-Releases: .....</b>	<b>258</b>
<b>SEC-Decisions:.....</b>	<b>259</b>
<b>SEC-No-Action Letters:.....</b>	<b>259</b>
<b>Index.....</b>	<b>263</b>