

Regulierung von Investment- und Pensionsfonds im internationalen Vergleich

Gutachten für die Enquete-Kommission des Deutschen Bundestages
„Globalisierung der Weltwirtschaft - Herausforderungen und Antworten“

Dr. Hermannus Pfeiffer
Sudeckstraße 1
20249 Hamburg

5. Dezember 2000

Exzerpt

Fondsgesellschaften und Investmentfonds sind in den Industrieländern insgesamt stark reguliert. Die jeweiligen Investmentgesetze sichern einen hohen rechtlichen Standard.

Gesetze und Regeln für Investmentfonds befinden sich in den Industriestaaten in wesentlichen Punkten auf dem gleichen Niveau, ohne immer identisch zu sein.

Regulation und Aufsicht sind weiterhin vorrangig nationalstaatliche Aufgaben, selbst innerhalb der EU.

So existieren zwischen den einzelnen Ländern und sogar zwischen den Mitgliedsstaaten der EU hinsichtlich Markt, Gesetz und Aufsicht einige Unterschiede.

Die größten Unterschiede innerhalb der Industriestaaten finden sich nicht in der Gesetzeslage, sondern bei der Aufsicht. Beispielsweise wurde sie in Großbritannien privatisiert. In den USA ist die (staatliche) Aufsicht besonders wirkungsvoll. Deutschland hat Nachholbedarf.

Die Aufsichtsbehörden fielen während der Modernisierung in den neunziger Jahren hinter die allgemeine Entwicklung zurück. Sie bilden in Ländern wie der Bundesrepublik eine Schwachstelle.

Dem Trend zur Internationalisierung in der Investmentbranche steht bislang nur ein vages Bemühen um grenzüberschreitende und internationale Regulierung und Aufsicht gegenüber.

Bisherige Pläne in der EU sehen eine Ausweitung der Anlagemöglichkeiten für Derivate vor.

Aus Sicht des Verbraucherschutzes ist eine bessere Regulierung und eine stärkere Aufsicht für den deutschen Investmentmarkt notwendig.

„Ethische Investmentfonds“ scheitern in Deutschland am Aufsichtsamt. In Großbritannien, Luxemburg und USA gehören sie zur normalen Produktpalette.

Pensionsfonds sind eine Altersvorsorge mit hohem Risiko. Kapitalgarantien sind daher sinnvoll.

Pensionsfonds bedürfen der Regulierung durch die Europäische Union.

Regulierung von Investmentfonds *

	D	EU	EU geplant
Maximaler Anteil von Aktien eines und desselben Unternehmens am gesamten Volumen eines Fonds	10 %	5 % (EU-Staaten können 10 % festlegen)	20 %
Erlaubter Anteil an allen Aktien (Stimmrechte) eines Unternehmens	10 %	etwa 10 % (kein „nennenswerter Einfluss“)	etwa 10 % (kein „nennenswerter Einfluss“)
Erlaubter Anteil von Derivaten am gesamten Fondsvolumen	10 %	10 %	30 %

* *Publikumsfonds mit Wertpapier-Sondervermögen.
Für Geldmarktfonds und Spezialfonds gelten teilweise abweichende Bestimmungen.*

Quelle: Pressebüro Finanzdienstleistungen Hamburg, KAGG, EU-Kommission

Aufsicht über Investmentfonds *

	<u>D</u>	<u>EU</u>	<u>GB</u>	<u>USA</u>
Ist der Vertrieb von ausländischen Fonds im Regelfall erlaubt?	ja	ja	ja	nein
Ist das Aufsichtsamt privat organisiert?	nein	nein	ja	nein
Darf die Aufsichtsbehörde selbständig „polizeilich“ ermitteln?	nein	nein	nein	ja

** Publikumsfonds mit Wertpapier-Sondervermögen.*

Für Geldmarktfonds und Spezialfonds gelten teilweise abweichende Bestimmungen.

Quelle: Pressebüro Finanzdienstleistungen Hamburg, KAGG, EU-Kommission

Inhalt

Einleitung	6
I. Investmentfonds	8
I. a. Der Markt	8
I. b. Aufsicht und Gesetz	13
I. c. Thesen	28
II. Pensionsfonds	30
II. a. Der Markt	30
II. b. Aufsicht und Gesetz	33
II. c. Thesen	41
Ausblick	44

Einleitung

Die Geschichte der Investmentfonds beginnt, je nach Herkunft der Autoren, in einer anderen Region Europas. So sollen Belgier, Niederländer oder Schweizer in der ersten Hälfte des 19. Jahrhunderts neue Unternehmen gegründet haben, die einer heutigen Investmentgesellschaft ähnelten. 1868 wurde dann der britische „Foreign and Colonial Government Trust“ gegründet und damit vielleicht der erste echte Investmentfonds. Der Trust hatte sich zum Ziel gesetzt, „den kleinen Sparern dieselben Vorteile zu verschaffen wie den Reichen“. Diesem sittlichen Postulat diente die **Bündelung von „kleinen Geldern“**, um dadurch Kleinanlegern einen Zugang zu bislang versperrten Märkten zu verschaffen, und die **Risikostreuung** bei der Anlage des Fonds. Es wurde nämlich in eine Vielzahl verschiedener Wertpapiere investiert. Risikostreuung und Marktzutritt für „kleines Geld“ sind immer noch die zwei wichtigsten Merkmale der Investmentfonds.

Populär wurden Investmentfonds jedoch erst Jahrzehnte später und vor allem in den USA. Allerdings endete der Investmentboom im Jahr 1929 jäh: Der gewaltige Börsenkrach trieb die Hälfte der amerikanischen Investmentgesellschaften in den Konkurs. In Deutschland dauerte es noch viel länger, erst seit Mitte der neunziger Jahre nehmen Bundesbürger Investmentfonds als Geldanlage ernst.

Ein drittes Merkmal hebt Investmentfonds von vielen anderen Finanzprodukten ab, nämlich eine **Gewaltenteilung**. Gemeint ist damit die Trennung des Unternehmens („Investmentgesellschaft“) vom sogenannten Sondervermögen, dem eigentlich „Investmentfonds“. An diesem können sich Anleger beteiligen, in dem sie Anteile kaufen. Die Gesellschaft - in Deutschland ist dies meistens „nur“ eine GmbH - verwaltet also fremde Gelder und legt sie auf dem Kapitalmarkt an, sie selber hat jedoch keinen Zugriff auf die Vermögenswerte der Kunden.

Die drei genannten Merkmale machen Investmentfonds hinsichtlich des Verbraucherschutzes und der Systemsicherheit zu einer vergleichsweise soliden und sicheren Geldanlage. Die drei Merkmale haben obendrein dafür gesorgt, dass in Deutschland und in anderen Ländern nur wenige Fälle bekannt geworden sind, welche die staatliche Aufsicht zu einem substantiellen Eingreifen zwangen. Trotzdem lassen sich auf diesem **hohen regulatorischen Niveau** Unterschiede in den einzelnen Industriestaaten feststellen.

Die Welt ist widersprüchlich, dies gilt auch für die internationalen Finanzmärkte. So ließen sich in den neunziger Jahren vor allem zwei, scheinbar **gegenläufige Trends** beobachten.¹ Zum einen öffneten sich nationale Märkte für ausländische Anleger, Liberalisierung und Deregulierung bestimmten die Wirtschafts- und Finanzpolitik in den meisten Staaten. Andererseits ließ sich neben dieser Modernisierung ein Trend zu einer verstärkten und verbesserten gesellschaftlichen Regulierung festmachen. Selbst in den überaus wirtschaftsliberalen USA entdeckten Beobachter heute eine „Regulierungswut“.² Aber auch in diesem Prozess der Regulierung streiten die zwei geschilderten Trends miteinander.

Mittelbar hängt die eine Entwicklung mit der anderen zusammen. Die bösen Erfahrungen von 1929 scheinen längst vergessen. Sie hatten damals einen ersten Regulierungsschub in den USA und Europa ausgelöst. Es bedurfte erst der bitteren Erfahrungen mit der Asienkrise 1997, um ein neuerliches Umdenken in Politik und Wirtschaft einzuleiten. Zu offensichtlich wurden die Schattenseiten der Liberalisierung und Deregulierung. Selbst der Inbegriff des modernen Kapitalismus, die Aktienmärkte nämlich, zeigten 1997 - anders als die neoklassische Wirtschaftstheorie erwartet hatte - einen fatalen Hang zum Ungleichgewicht. Darunter mag man „Spekulationsblasen“ und Kursturbulenzen verstehen oder einfach nur, dass ohne gesellschaftliche Infrastruktur für Finanzdienstleistungen, ohne feste rechtliche Standards und ohne scharfe öffentliche Aufsicht selbst Aktienmärkte nicht richtig funktionieren. Etwa in den USA, Großbritannien und später auch in der Bundesrepublik wurde an Gesetzen gefeilt und die Aufsicht verbessert, um den Kampf gegen Insider-Verstöße und Kursmanipulationen, gegen dubiose Wertpapierprospekte und fehlende Transparenz auf den Aktien- und Fondsmärkten erfolgreicher führen zu können.

Regulierung und Modernisierung fand in Deutschland seinen Niederschlag im späten Start des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel am Neujahrstag des Jahres 1995 und im Dritten Finanzmarktförderungsgesetz, dass im April 1998 in Kraft trat. Eine Fortschreibung zeichnet sich für das kommende Jahr am politischen Horizont ab.

¹ Diesen Trends bin ich an anderer Stelle ausführlicher nachgegangen: Hermannus Pfeiffer, Die Zähmung des Geldes - Finanzplatz Deutschland gegen den globalen Crash, Reinbek bei Hamburg 2000.

² Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 12.8.00.

I. Investmentfonds

Die Investmentbranche boomt. In deren Goldenen Neunzigern wuchs das Volumen der Fonds durch Kursgewinne und Neuanlagen pro Jahr um durchschnittlich ein Fünftel. Allerdings spielen Investmentfonds nur in einem Dutzend Staaten unserer Erde eine nennenswerte Rolle, andernorts sind sie lediglich eine Geldanlage für wenige Wohlhabende, und in den meisten Ländern sind sie sogar gänzlich unbekannt, und das bedeutet auch, keine oder wenige rechtliche Fonds-Regularien.

I.a. Der Markt

Regulation und Aufsicht finden zunächst innerhalb der Fondsgesellschaften selber alltäglich statt. Beispielsweise gelten Insidergeschäfte in der sich selbst als Investmentindustrie titulierenden Branche als illegitim. In vielen Gesellschaften gelten besondere und im Vergleich zum Gesetz verschärfte Hausregeln für Manager und Angestellte. Regulation und Aufsicht finden ebenfalls im Wettbewerb mit der brancheninternen Konkurrenz sowie mit anderen Finanzzweigen statt.

Geteiltes Europa

Europa ist geteilt. Legen die Sparer in einigen Ländern einen Großteil ihrer Ersparnisse in Investmentfonds an, spielen diese in anderen Staaten nur eine kleine oder gar keine Rolle.

- Insgesamt haben Europas Sparer mehr als umgerechnet sechs Billionen DM in (Publikums-) Investmentfonds angespart.

Was sogar ein wenig mehr ist, als in den Lebensversicherungsverträgen des Hauptkonkurrenten, der Assekuranz, angelegt ist. Obendrein haben institutionelle Anleger wie Banken, Versicherungen oder Industriekonzerne schätzungsweise die gleiche Summe in besonderen Investmentfonds, sogenannten Spezialfonds, angelegt.

Messen wir die Entwicklung am durchschnittlichen Investmentvermögen **pro Kopf führt die Schweiz vor Frankreich, Österreich und Schweden** die Hitliste an. Jeder Einwohner besitzt in diesen Ländern ein Investmentvermögen von umgerechnet etwa 20.000 DM. Dagegen begnügt sich der Bundesbürger - wie etwa auch der Japaner - mit etwa 10.000 DM. Finnland, Portugal oder die osteuropäischen Staaten liegen weit abgeschlagen zurück (siehe Tabelle).

Pro-Kopf-Vermögen

*Investmentvermögen pro Kopf der
Bevölkerung; in DM, Ende 1999*

USA	49.917
Schweiz	23.744
Frankreich	21.877
Österreich	19.399
Schweden	18.374
Kanada	17.291
Italien	16.137
Großbritannien	13.526
Belgien	10.747
Niederlande	10.576
Spanien	10.214
Deutschland	9.339 ¹
Japan	7.764
Norwegen	6.679
Griechenland	6.220
Portugal	4.758
Finnland	3.930
Australien	3.879
Dänemark	2.480
Südafrika	867
Ungarn	319
Tschechien	277

¹ inkl. ausländische Fonds deutscher Provenienz ,
insbesondere aus Luxemburg

Anm.: ausschließlich Publikumsfonds

Quelle: Bundesverband Deutscher
Investment-Gesellschaften

International stehen heute **Aktienfonds im Mittelpunkt**. Wobei übrigens in Deutschland der direkte private Aktienbesitz wertmäßig noch drei Mal höher ausfällt als der Besitz an Aktienfonds. Erst seit 1997 werden mehr Fonds als Aktien erworben. Ursprünglich waren jedoch in vielen Ländern nicht Aktienfonds, sondern sichere Rentenfonds populär, die unter anderem in Bundeswertpapiere oder US- Staatsanleihen, sogenannten Treasuries, investieren. In den Vereinigten Staaten dominierten noch bis in die achtziger Jahre Geldmarktfonds, die ihr Kapital in Währungen und Devisen anlegten. Geldmarktfonds wurden dagegen in Deutschland erst 1994 zugelassen. Die jüngsten Börsen-Turbulenzen haben den Geldmarktfonds nun wieder einen internationalen Aufschwung ermöglicht.

International ein nationales Geschäft

Das Investmentgeschäft ist immer noch ein einheimisches Geschäft. Im Regelfall werden die Anteile von Investmentfonds allein auf ihrem jeweiligen heimischen Markt verkauft, amerikanische in den USA, deutsche in Deutschland. So betrug der Marktanteil der ausländischen Investmentgesellschaften an allen Fondszertifikaten, die im Jahr 1999 innerhalb der Bundesrepublik verkauft wurden, nur 12,5 Prozent.³ Noch geringer ist der Auslandsanteil, wenn wir die „deutschen“ Fonds, die in Luxemburg aufgelegt und von Bundesbürgern gekauft werden, zum Basiswert hinzurechnen.

Eine echte Internationalisierung hat jedoch bei den Anlagestrategien der „nationalen“ Fonds stattgefunden. Insbesondere bei den Aktienfonds sinkt die Bedeutung von „nationalen“ Fonds. Im Aufwärtstrend befinden sich statt dessen international orientierte Fonds oder spezielle Länderfonds, die sich beispielsweise aus den Top-50-US-Aktien oder den Werten im Deutschen Aktienindex (Dax) bedienen. So entfallen auf ausländische Emittenten bereits mehr als zwei Drittel aller Aktien in deutschen Wertpapierfonds.⁴ So ist es heute kein Problem mehr, per Fondsanteil auf US-Aktien, japanische Zukunftswerte oder Südamerika-Anleihen zu setzen. Generell kann zudem ein Trend in Richtung Branchenfonds beobachtet werden. So erfreuen sich nach dem diesjährigen Zusammenbruch der IT-Werte (Informationstechnik) in der „Neuen Ökonomie“ die Bio- und Gentechnik-Aktien stärkerer Beliebtheit. Manches an solchem Wandel bleibt freilich nur Mode und Herdentrieb, insgesamt jedoch,

- weitet sich das Fondsangebot weiter aus und schließt frühere Marktlücken (z.B. Asien- oder Indexfonds),
- spezialisiert sich an anderer Stelle (z.B. Medienfonds) und
- wird internationaler.

Konzentrierte Allfinanz

Die Popularisierung der Investmentfonds in den späten neunziger Jahren ist eng mit den üppigen Kursgewinnen an den Börsen verbunden. Der große Konkurrent um das private Langzeitsparen blieb zwar die Lebensversicherung; aber diese musste ihrerseits immer häufiger auf Fondsprodukte zurückgreifen, um bei Renditen und Produktneuheiten mithalten zu können. Anders sieht es in den meisten Ländern mit den Banken aus. Diese haben ihre klassischen langfristigen Anlageprodukte, wie beispielsweise Bankspargbriefe, weitgehend eingefroren und setzen seit Mitte

³ 1999 wurden für rund 220 Milliarden DM Fondsanteile verkauft. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Oktober 2000, S.51.

der Neunziger verstärkt auf den Verkauf von (Kapital-) Lebensversicherungen und auf den Vertrieb von Investmentfonds. Dieser **Wandel zum Allfinanz-Konzept** begünstigt ein anderer Megatrend in der Geldwirtschaft, nämlich der Hang zum Ertrag aus Provisionen - statt aus Zinsen. Dieser Allfinanz-Trend hängt zudem an den Eigentumsverhältnissen. Denn in Europa gehören die meisten großen Fondsgesellschaften zum Konzern einer Bank. **Dieser geballten Allfinanz stehen meist mehrere Branchengesetze, die feinsinnig nach Bank, Fonds oder Assekuranz unterscheiden, sowie eine zersplitterte staatliche Aufsicht gegenüber.**

Fondsvermögen der deutschen Publikumsfonds im Wandel							
	1970	1975	1980	1985	1990	1995	1999
Aktienfonds	6.225	9.793	9.357	12.785	17.857	54.081	281.239
Geldmarktfonds	-	-	-	-	-	38.244	42.706
Rentenfonds	2.810	5.514	19.032	37.447	90.845	101.985	129.701
Grundstückfonds	588	2.737	4.417	8.528	17.954	59.856	100.457

Quelle: Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften

Deutschlands nachholende Modernisierung I

Deutschland liegt mit seinem Pro-Kopf-Investment von knapp zehntausend Mark im europäischen Mittelfeld. Immerhin sind zur Zeit rund 900 Milliarden Mark in 1.666 Publikumsfonds angelegt (Oktober 2000). **Seit Jahren zeigt der Trend jedoch deutlich nach oben.** Daneben haben institutionelle Investoren in 5.150 speziellen Fonds über 1.000 Milliarden Mark investiert.⁵

Obwohl dieses beeindruckende Summen sind, liegt die Bundesrepublik im internationalen Marktvergleich zurück - oder, im Branchenjargon, es darf auf einen zu füllenden Nachholbedarf gehofft werden: „Investmentfonds bleiben im Fokus der Anleger“, wie es der Investmentverband BVI formuliert. Gemessen an der europäischen Spitze wäre eine Verdoppelung im Bereich des möglichen, gemessen an den amerikanischen Erfahrungen sogar eine Verfünffachung. Allerdings sollte das besondere Beispiel USA nicht überstrapaziert werden, denn der dortige Investmentboom ist die Kehrseite eines schwächelenden Sozialsystems.

Der deutsche Markt durchläuft weiterhin eine nachholende Modernisierung: So werden beispielsweise erst seit einigen Monaten einige wenige Fonds an der Börse in Frankfurt notiert.

⁴ Laut Bundesbank, Kapitalmarktstatistik Oktober 2000, S. 54.

Beispielsweise in den USA schreiben solche börsengehandelten Fonds seit langem an einer Erfolgsgeschichte, deren Handelsvolumen soll pro Tag manchmal mehr als 15 Milliarden Dollar betragen.

Primus USA

Internationaler Investment-Primus ist eindeutig die USA. Mit einem Pro-Kopf-Investment von umgerechnet rund 50.000 DM liegen die Vereinigten Staaten international weit vorne. Mit mehr als 13 Billionen DM sind insgesamt doppelt so viel Gelder von Privatleuten wie in ganz Europa in Fonds angelegt. Heute sollen etwa 60 Prozent der Bürger direkt oder indirekt Aktien besitzen (Deutschland: unter 20 Prozent).

Aber selbst im Investment-Land USA bildeten die Besitzer von Fondsanteilen lange Zeit eine klitzekleine Minderheit. Noch 1980 sollen erst 6 Prozent aller Haushalte Fondsanteile besessen haben. Sowohl für die private Geldanlage in Investmentfonds, als auch für den „betrieblichen“ Markt der Pensionsfonds hatte dann eine Steuerreform sowie eine staatliches Rentenprogramm⁶ 1981 weitreichende Folgen. Nun konnte jeder Arbeitnehmer bis zu 2.000 Dollar im Jahr steuerfrei in sogenannte „IRA“ (Individual Retirement Account) anlegen. In über 45 Millionen IRA-Sparplänen ist heute ein Vermögen von mehr als zwei Billionen Dollar angelegt, davon soll etwa die Hälfte in Investmentfonds investiert sein. Andere staatliche Programme ergänzten diese Fördermöglichkeiten, beispielsweise für Selbständige („Keogh Plan“). **Mit seinem Gesetzespaket löste der US-Staat im anti-etatistisch geprägten Nordamerika Anfang die Initialzündung für den Massenboom von Investmentgesellschaften und Pensionsfonds aus.**

Kapitalisierung des Aktienmarktes

Wert des Aktienbestandes gemessen am Bruttoinlandsprodukt, in Prozent, Ende 1999

Großbritannien	210
USA	190
Frankreich	80
EU-11	70
Deutschland	60
Italien	50

⁵ Dies sind Zahlen des Bundesverbandes Deutscher Investment-Gesellschaften und schließen „deutsche“ Luxemburger Fonds mit ein. Die Zahlen der Bundesbank fallen entsprechend kleiner aus: siehe Kapitalmarktstatistik, fortlaufend, S. 52.

⁶ „Employee Retirement Income Security Act“.

I.b. Gesetz und Aufsicht

Im Jahr 2000 ist die Investment-Idee in den Industriestaaten weit verbreitet. Dazu beigetragen hat ein implizites regulatorisches Element, denn Investmentfonds begrenzen „in sich“ das Risiko eines Anlegers: Investitionen eines normalen Investmentfonds sind breit gestreut und damit auch das Risiko. **In Europa, den USA und selbst im Fonds-Entwicklungsland Japan setzen Staat, Politik und oft auch der Verbraucherschutz auf Investmentfonds als ein Instrument zur Vermögensbildung im Kleinen.** Schon mit wenigen Francs oder Dollars können Anteile erworben werden, und damit ist es auch Arbeitern oder Angestellten möglich, zumindest in bescheidenem Umfang am wachsenden Wohlstand einer Volkswirtschaft teilzuhaben. Typischerweise betont das japanische „Securities Investment Trust Law“ von 1951 in seinem ersten Artikel den Zweck, einem breiten Publikum den Zugang zu Wertpapieren zu erleichtern. Entsprechend hoch muss daher die Meßlatte für Gesetz und Aufsicht gelegt werden.

Allerdings, selbst solides kaufmännisches Geschäftsgebaren, ein fairer Markt und hohe Transparenz können **Markt- und Kursrisiken** nicht abschaffen. Tatsächlich - und das wird meist „vergessen“ - fallen die **Renditen der einzelnen Fonds mehr als unterschiedlich** aus. So legte der beste deutsche Publikumsfonds in fünf Jahren - dies ist die kürzeste empfehlenswerte Anlagefrist für Kleinanleger - ein Plus von über 500 Prozent hin - während beim Schlechtesten von einer Wertentwicklung nicht die Rede sein konnte - er verlor 80 Prozent des eingesetzten Geldes.⁷

EU will zur Einheit wachsen

Von einer einheitlichen europäischen Regulation und einer gemeinsamen, grenzüberschreitenden Aufsicht über die Investmentbranche sind wir noch weit entfernt. Immerhin scheint sich die Politik nun für eine Europäisierung des Finanzmarktes und seiner Aufsicht wirklich stark zu machen. Im März 2000 haben die Staats- und Regierungschefs in Lissabon für den „Aktionsplan für Finanzdienstleistungen“ (FSAP, Financial Services Action Plan) eine Frist bis zum Jahr 2005 festgesetzt. Bis dahin sollen die nationalen Finanzmärkte miteinander integriert werden - ein kühnes Ziel. Dieser zuvor 1999 von der Kommission angenommene „**Aktionsplan 2005**“ enthält ein Verzeichnis von 42 Maßnahmen, die auf der Basis von vier strategischen Zielen umzusetzen

⁷ Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften, Investment-Statistik, fortlaufend.

sind (Privatkundenmärkte, Firmenkundenmärkte, Aufsichtsvorschriften/Überwachung und Finanzbinnenmarkt). Der Aktionsplan soll als Leitprogramm dienen.

Der zuständige EU-Kommissar Frits Bolkestein wählte das etwas schiefe Bild des „Quantensprungs“, der notwendig sei.⁸ Schon bis zum Sommer 2001 will die EU-Kommission, laut ihrem im November vorgestellten „Dritten Bericht über die Fortschritte bei der Umsetzung des Aktionsplanes für Finanzdienstleistungen“ mehrere Richtlinien erlassen, die auch die Investmentbranche betreffen, etwa zu Börsenprospekten, Marktmanipulationen oder Eigenkapital.⁹ Integriert in den Aktionsplan ist eine Modernisierung der Investmentrichtlinien, insbesondere der Wertpapierdienstleistungs-Richtlinie.¹⁰

So zeichnet sich fern am politischen EU-Horizont eine Vereinheitlichung des Investment- und Aktienrechts ab. Aber, dass es bis dahin noch ein weiter Weg ist, zeigten - ebenfalls im November - die Äußerungen der „Sieben Weisen“: „Wenn in den kommenden Jahren ein offener europäischer Finanzdienstleistungs- und Kapitalmarkt geschaffen wird, der die logische und notwendige Ergänzung zum Euro darstellt, wird damit die **größte Lücke im Binnenmarkt** der Europäischen Union geschlossen. Zusammen mit dem Aufbau einer Informationswirtschaft, zu der enge Verbindungen bestehen, ist dies in naher Zukunft **die größte wirtschaftliche Herausforderung** für die Europäische Union.“¹¹ Das beratende EU-Gremium der Sieben Weisen, unter der Leitung von Alexandre Lamfalussy - mit dabei auch Dr. Norbert Walter von der Deutschen Bank -, sieht die Zeit politisch noch nicht gereift für eine zentrale Aufsicht. Zunächst solle möglichst bald ein EU-Wertpapierausschuss aus Vertretern der Mitgliedsländern und der EU-Kommission gebildet werden. Die EU-Kommission trägt dieses Anliegen mit.¹²

Bislang basiert EU-Europa nur auf einer **Mindestharmonisierung** und der vagen gegenseitigen Anerkennung nationaler Regularien.

- Es fehlt ein einheitliches europäisches Investmentrecht,
- es fehlt ebenso ein EU-einheitliches Aufsichtsmodell sowie eine grenzüberschreitende, zentrale Investment-Behörde, und
- die grenzübergreifende Zusammenarbeit zwischen den Regulierungsstellen ist kaum geregelt.
- Die Nachprüfungsbefugnisse der einzelstaatlichen Behörden und Sanktionen sind für die Gemeinschaftsebene nicht festgelegt.

⁸ Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 14.11.00.

⁹ Europäische Kommission, KOM2000-692/2 FINAL vom 8.11.00.

¹⁰ Europäische Kommission, 93/22/EWG vom 10.5.93.

¹¹ Erster Bericht des Ausschusses der Weisen - Über die Reglementierung der europäischen Wertpapiermärkte, vom 9. 11.00, S. 4.

¹² Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung oder Financial Times vom 10.11.00.

Bislang setzt das europäische Recht Mindeststandards, die den drei Eingangs genannten allgemeinen Merkmalen der Investmentfonds entsprechen. Aber es fehlen beispielsweise einheitliche Informationspflichten und eine Wohlverhaltensregel, die den Alltag der Fondsmanager besser regeln könnte, und es fehlt ein europäischer Pass für Investmentgesellschaften. Anders als beispielsweise in der Versicherungswirtschaft reicht eine Zulassung im Heimatland nicht aus, um überall in der Union Geschäfte machen zu können. So wurden beispielsweise kleinere und auch „**ethische**“ **Investmentfonds aus Großbritannien** - die soziale oder ökologische Anlagen bevorzugen - in Deutschland nicht zum Vertrieb zugelassen; unter anderem, weil sie hierzulande keinen Repräsentanten vorweisen können oder andere formale Hürden nicht überspringen. So schreibt das **Auslandinvestmentgesetz** die Übersetzung des Verkaufsprospektes ins Deutsche vor.

Bislang stellt die Investmentfonds-Richtlinie OGAW, sie wurde bereits 1985 von der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft erlassen (andere wichtige Investment-Richtlinien sind sogar noch älter), die wichtigste europäische Regulierung für Fonds dar.¹³ Daneben berühren eine große Zahl von Rechtsakten die Investmentbranche, beispielsweise das Bankrecht oder Regelungen für den allgemeinen Verbraucherschutz.¹⁴ Seit 1985 wurde die OGAW-Richtlinie immerhin mehrfach geändert, Änderungen, die sich dann auch im deutschen Recht niedergeschlagen haben. Die OGAW-Richtlinie schaffte jedoch - wie dargestellt - keinen echten gemeinsamen Markt.

Normen für Fondsanlagen im Umbruch

Immerhin schuf die OGAW-Richtlinie für Publikumsfonds **wichtige Normen**, die sich in den einzelnen Ländergesetzen und hierzulande vor allem im deutschen Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) wiederfinden lassen. So darf laut OGAW

- der Anteil von **Derivaten** maximal 10 Prozent des Fondsvolumens betragen.
- Nur 5 Prozent des Fondsvermögens soll in einen **einzelnen Aktienwert** investiert werden, die Mitgliedsländer können gleichwohl die Grenze auf 10 Prozent erhöhen.
- Zugleich sollen die Kapitalanlagen eines Fonds nicht mehr als etwa 10 Prozent der **Stimmrechte in einem Unternehmen** umfassen, da ein Fonds keinen „nennenswerten Einfluss“ auf ein Unternehmen ausüben soll, heißt es dazu in Artikel 25.

Diese Normen sorgen für Risikostreuung und begrenzen zudem die zweifelsohne starken Einflussmöglichkeiten von Investmentfonds erheblich. In der Praxis werden die Grenzen für Aktienwerte und Stimmrechte allerdings selten ausgereizt. Probleme bestehen jedoch für die als

¹³ Richtlinie zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW; 85/611/EWG), vom 20.12.85.

¹⁴ Ausführlich dokumentiert ist dies in: Jürgen Baur, Investmentgesetze, 2 Bände, Berlin und New York 1997, S. 49 - 66.

besonders verbraucherfreundlich geltenden Indexfonds bei der Nachbildung von Indizes, da der Indexanteil einzelner Konzerne deutlich über der 10-Prozent-Marke liegen kann (z.B. Siemens und Telekom im Dax).

Allerdings zeichnet sich durch den „Aktionsplan 2005“ eine deutliche **Ausweitung der bisherigen Anlage-Grenzen** ab. Vom Europäischen Parlament im Februar 2000 beschlossene Vorschläge sehen eine Verdreifachung des Anteils von Derivaten auf 30 Prozent vor, sowie die Erlaubnis, maximal 20 Prozent des Fondsvolumens in nur einen Aktienwert anzulegen.¹⁵

Die populäre Kritik an Fondsmanagern, die mit ihrem schlichten Shareholder-Value-Denken Industrie und Wirtschaft dominieren würden,¹⁶ ist bislang überzogen. Zudem gehören Investmentgesellschaften typischerweise zu einer **Bank oder Bankengruppe**. Dort kumuliert allerdings immer mehr Macht. Selbst in den USA besteht trotz formaler Trennlinien eine „starke Abhängigkeit“ vieler Investmentfonds von den Banken.¹⁷ Der Trend zur Allfinanz dürfte infolge der Auflösung des amerikanischen Trennbankensystems - durch den Fall des Glass-Steagall-Act Ende 1999 - in den nächsten Jahren noch beschleunigt werden.

OGAW schreibt zudem eine rechtliche **Trennung des Fonds von der Depotbank** vor, bei der die erworbenen Wertpapiere hinterlegt werden. Der Depotbank kommt dadurch eine gewisse Kontrollfunktionen zu.

Ausländische Fonds dürfen in den EU-Staaten verkauft werden.

Trotz allem bestehen erhebliche Unterschiede zwischen den nationalen Marktregulierungen in der EU. Beispielsweise sind „ethische“ Fonds in Britannien oder Luxemburg zugelassen, während sie in Deutschland verpönt sind. Ähnliches gilt für andere Produkte, wie etwa Garantiefonds. Dazu kommen Unterschiede bei der Besteuerung, kulturelle Unterschiede, etwa zum Anlegerschutz, sowie zwischen der Schärfe der Aufsicht.

Doppelt zersplitterte Aufsicht

Den teilweise multinationalen Investmentfonds steht eine doppelt zersplitterte Aufsicht gegenüber:

- Zum einen besteht in vielen EU-Staaten „**die Aufsicht**“ **aus mehreren Behörden**.

¹⁵ Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaft, OGAW A5-0025/2000, vom 17.2.00.

¹⁶ Bspw. Andreas Nölting, Die neue Supermacht Börse - Wie die Fondsmanager unsere Welt verändern, Reinbek bei Hamburg 2000.

¹⁷ Jürgen Baur, a.a.O., S. 156.

Statt dessen hoffen beispielsweise die Auslandsbanken in der Bundesrepublik auf eine Zusammenlegung aller deutschen Aufsichtsbehörden, wie es in Großbritannien praktiziert werde. Allerdings ist es mit den Beispielen so eine Sache, denn hinter der britischen Zentralisierung ruht eine besondere Tradition und Kultur. So steht der Aufsichtsbehörde, mit ihren weitreichenden Vollmachten durch das Finanzministerium, eine starke Selbstregulierung der Investmentbranche zur Seite. Ja, die im Oktober 1997 gegründete Financial Services Authority (FSA) ist selber eine **private Institution** - „an independent non-governmental body“¹⁸ -, die von ihren Mitgliedern, den Investmentgesellschaften, finanziert wird. Die FSA ist weltweit wohl die erste private Aufsichts-„Behörde“.

So werden in Großbritannien neue Fonds meistens durch die Anmeldung bei einem Investmentverband zugelassen. Es wird davon ausgegangen, dass die Branche selber ein starkes Interesse hat, schwarze Schafe auszusortieren. Verbraucher können sich beim Verband über die Registrierung „ihres“ Fonds erkundigen. Zugleich schützt eine Sicherungseinrichtung Anleger bis zu einem Höchstbetrag. Begünstigt hat die Privatisierung wohl eine der traditionellen Rechtsformen der britischen Investmentindustrie, der „Unit Trust“ (Publikumsfonds), der keine eigene Rechtspersönlichkeit darstellt, sondern lediglich ein Treuhandverhältnis begründen.

- Zum zweiten sind innerhalb der EU die **grenzüberschreitenden Verbindungen zwischen den nationalen Behörden kaum entwickelt**.

Erst 1997 starteten die Wertpapieraufsichtsbehörden eine Initiative und schufen ihr „Forum of European Securities Commissions“ (FESCO).¹⁹ FESCO arbeitet Normen aus, die den Richtlinien-Standard verbessern sollen. Da FESCO jedoch kein offizielles Mandat hat, beschränkt sich die Wirkung vorrangig Kommunikatives. Eine Intensivierung versprechen sich die Aufsichtsbehörden durch den „Aktionsplan 2005“.

Noch vager und loser ist die Kooperation der Aufsichtsämter innerhalb der 1983 gegründete IOSCO, der „International Organization of Securities Commissions“.²⁰ Dieser internationalen Organisation gehören über 160 Mitglieder aus mehr als 90 Ländern an. Es dient laut Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel als „Forum für den Erfahrungsaustausch“.

Sonderrolle Luxemburg

Mit der OGAW-Richtlinie wurde 1985 ein Muster entwickelt, das sich über mehr als ein Jahrzehnt als grundsätzlich haltbar erwiesen hat. Trotzdem zeigen sich nennenswerte **Unterschiede**

¹⁸ Siehe www.fsa.gov.uk/who.

¹⁹ Siehe www.eurofefesco.org.

²⁰ Siehe www.iosco.org.

zwischen einzelnen EU-Ländern, wie sie am britischen Beispiel bereits angedeutet wurden. Am Markantesten gilt dies für Luxemburg, gewissermaßen das Spielbein für die deutsche Investmentindustrie:

- Ein Viertel des „deutschen“ Investmentvermögens liegt in Luxemburger Fonds.

Auf Verbraucherseite reizt sicherlich die fehlende Quellensteuer, das strenge Bankgeheimnis und die überaus gute Chance für Steuerhinterziehung.

Investmentgesellschaften weisen dagegen auf zwei andere Aspekte hin. Zum einen sind Produkte möglich, die in Deutschland nicht zugelassen würden. Beispielsweise berichtet mir eine Kapitalanlagegesellschaft von ihrem durch viele Derivate gegen starke Kursverluste abgesicherten Aktienfonds. Andere Gesellschaften legten in Luxemburg sogenannte Garantiefonds auf, die das eingesetzte Kapital sogar insgesamt garantieren. Diese **zusätzlichen Nischen** nutzen auch „alternative“ Finanzdienstleister, unter anderem die Ökobank in Frankfurt am Main. Deren ökologisch und sozial ausgerichteter Investmentfonds „Ökovision“ wurde - wie ähnliche „deutsche“ Produkte auch - in Luxemburg aufgelegt, weil Fonds mit „ethischen Anlagezielen“ vom Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen in Deutschland nicht zugelassen werden.

Aber nicht nur der gesetzliche Rahmen ist in Luxemburg für spezielle Produkte passender, es stimme obendrein „die Chemie mit der Aufsicht“, sagt ein Fondsmanager. Am wichtigsten sei der Fondsindustrie die **Schnelligkeit der Aufsichtsbehörde**. Ein Manager: „Wir sind einfach flotter auf dem Markt.“ Die Zulassung eines neuen Fonds dauere in Deutschland mindestens ein halbes Jahr, in Luxemburg genügten drei bis sechs Wochen. Auch wenn diese Zeitangaben ein wenig plakativ sind, sie belegen zumindest die personelle Unterdeckung im deutschen Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (Gleiches gilt übrigens für dessen Pendant, das Amt für den Wertpapierhandel).

Deutschlands nachholende Modernisierung II

In der Bundesrepublik sind, neben dem Markt, auch Regulation und Aufsicht auf dem Weg einer nachholenden Modernisierung weit vorangeschritten. Die im angloamerikanischen üblichen Produkte sind mittlerweile erlaubt. Die Modernisierung der Regulierung betrifft nicht allein die Fondsbranche, so sind etwa Waretermingeschäfte seit 1994 wieder erlaubt und führten vor zwei Jahren zur Gründung der Warenterminbörse Hannover (WTB).

- 1994 erlaubte das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz auch Geldmarktfonds, die in Währungen investieren.
- Im April 1998 rundete das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz die Modernisierung ab.

Der Investmentverband BVI spricht von einem „Quantensprung“.²¹ **Dachfonds** sind nun ebenso möglich wie **Indexfonds**. Erstere investieren in andere Investmentfonds (was die Gefahr einer Kaskade heraufbeschwört, unter der 1970 die legendären IOS-Fonds des Bernie Cornfeld zusammenbrachen); die Zweiten bilden Indizes wie Dax oder Dow Jones nach, verzichten also weitgehend auf ein teures Management. Selbst Aktienfonds mit **derivativer Absicherung** können nun in Deutschland angeboten werden. **Garantiefonds** bleiben untersagt.

Ausländische Fonds dürfen gemäß dem Auslandsinvestmentgesetz verkauft werden.

Das hierzulande „**ethische Fonds**“ - anders als in Großbritannien oder den USA - nur eine kleine Rolle spielen, hängt freilich nicht allein an der in diesem Punkt restriktiven Handhabung des KAGG durch das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen. Tatsächlich kann das runde Dutzend alternativer Fonds, die in Luxemburg aufgelegt wurden, hierzulande von Kleinanlegern leicht erworben werden und zu (teuren) Kosten, die denen inländischer Fonds entsprechen. Dass es trotzdem nur bei einer Nischenrolle blieb, liegt vor allem an mangelnder Nachfrage für alternative Geldanlage, und es liegt an den fehlenden Anlagemöglichkeiten für ökologische oder soziale Fondsinvestitionen. Alternative Firmen in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft existieren in Deutschland kaum.

Aus Verbrauchersicht mangelt es dem Produkt „Fonds“ oft an Klarheit. Investmentfonds bleiben ihren Kunden viel deutlicher als in Großbritannien oder den USA ein Anonymus. Prospekte sind schwer verständlich, die tatsächlichen Anlagen des Fonds bleiben nebulös und welche Manager die Fondsanlage steuern, ist unbekannt.

Ähnlich wie Europa, das mit seinem „Aktionsplan 2005“ reagiert, steht auch das bundesdeutsche Investmentrecht vor neuen Fragen, Stichwort Internet. Antworten soll das **Vierte Finanzmarktförderungsgesetz** geben. Allerdings liegt bislang nicht einmal ein Referentenentwurf vor. Das Bundesfinanzministerium strebt nach eigenen Angaben an, das Gesetz noch in dieser Legislaturperiode abzuschließen. Ob mit diesem Gesetz der große Wurf gelingt, und ein einheitliches Investment- und Wertpapierrecht für die Bundesrepublik entsteht, ist unwahrscheinlich. Bislang basiert das Investmentrecht noch auf dem KAGG und einem halben Dutzend weiterer Rechtsakte, wie dem Börsen- und dem Wertpapierhandelsgesetz.

Ebenso durcheinander wie die Gesetzeslage ist auch die Lage der Aufsicht. Fünf verschiedene Institutionen sind hierzulande zuständig:

²¹ Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften (BVI), Pressemitteilung vom 15.10.98.

- Das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen (BAKred) - es zieht gerade von Berlin nach Bonn um - entscheidet über Zulassung und wacht über die Solvenz (Zahlungsfähigkeit) der Investmentfonds,
- das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe) in Frankfurt am Main übt die laufende Marktaufsicht aus und überprüft die Eignung von Geschäftsleitern.
- Aufsichtsfunktionen nehmen jedoch ebenfalls die Bundesbank in Frankfurt am Main und
- neun Landeszentralbanken sowie
- die Börsenaufsicht in den einzelnen Bundesländern wahr.

In der Praxis entstehen bürokratische Überschneidungen und an anderer Stelle existieren weite **Aufsichtslöcher**. Ein Beispiel aus meiner Arbeit: Für ein Hamburger Unternehmen, das amerikanische Aktien per Internet in Deutschland propagiert und wärmstens zum Kauf empfiehlt, sich dafür von den amerikanischen Unternehmen in bar oder in Aktien bezahlen lässt und obendrein noch mithilft, diese Wertpapiere an deutschen Börsen zu platzieren, sollte zumindest einen Verdacht erregen, den Markt zu manipulieren. Leider erklärte sich das BAWe für nicht zuständig, dass sei ein Fall für die (regionale) Börsenaufsicht. Diese befand sich jedoch ebenso für nicht zuständig, da das Internet ja bekanntlich den regionalen Rahmen sprengt.²² Für das Internet fühlt sich ohnehin kein Amt so recht zuständig. Zudem tun sich Aufpasser hierzulande schwer mit Marktmanipulationen aller Art. So sind viele Ad-hoc-Meldungen - die kursrelevante Informationen an die Anleger bringen sollen - bessere Werbemeldungen. Bislang blieb dieser PR-Rummel weitgehend unbeanstandet.

Das Bundesfinanzministerium prüft inzwischen die verfassungsrechtliche Zulässigkeit verschiedener Organisationsmodelle. Allerdings steht dabei im Mittelpunkt eine Neubestimmung der Euro-entmachteten Bundesbank.

Schwachpunkt Aufsicht

Mein Fazit: Die Schwachstelle der bundesdeutschen Regulierung bilden nicht die gesetzlichen Vorgaben, sondern deren Kontrolle und Ahndung. Dazu trägt die **personelle und finanzielle Unterbesetzung** der Aufsichtsbehörden maßgeblich bei. Das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel beklagt obendrein überzeugend seine **fehlenden Eingriffsmöglichkeiten**. Unternehmen, solche Vorwürfe werden im Herbst 2000 gegen mehrere Neue-Markt-Firmen erhoben, verschleppen schlechte Nachrichten - die eigentlich sofort zu vermelden wären (Ad-hoc-Meldungen) -, um so ihren Börsenkurs zu stützen. Vorstandsmitglieder sollen durch den Verkauf eigener Aktien davon profitiert haben. Das wäre ein geradezu klassisches Insidergeschäft, und

²² Hermannus Pfeiffer, Geld gegen gute Worte, in: DIE ZEIT vom 2.11.00.

Alles scheint klar zu sein, aber das BAWe muss in solchen Fällen den umständlichen und langwierigen Weg über eigene Anfragen und später die Staatsanwaltschaft gehen. Das BAWe hofft darauf, durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz endlich direkte Eingriffsrechte zu erhalten, wie sie die amerikanische Securities and Exchange Commission (SEC) besitzt. Eigene Durchsuchungsrechte und das selbständige Stellen von Strafanträgen gegen Firmen und Manager gehören zum Wunschkatalog.

Dass die zersplitterte, rechtlich schwach ausgestattete und personell sowie finanziell unterbesetzte Aufsicht notgedrungen unzureichend ist, belegt der erst im November 2000 erfolgte Startschuss für ein „Forum für Finanzmarktaufsicht“. Es soll laut Bundesfinanzministerium „eine laufende Koordination der Aufsicht“ gewährleisten.²³ Unterzeichnet haben die drei Aufsichtsämter für das Kreditwesen, das Versicherungswesen und den Wertpapierhandel, die Bundesbank sowie das Finanzministerium.

Neben der nationalen Kooperation steht die noch komplexere internationale. So arbeitet das BAWe im europäischen FESCO und internationalen IOSCO ebenso mit wie in Ausschüssen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIS). Daneben laufen bilaterale Versuche, schriftliche Vereinbarung über einen Informationsaustausch zu schließen, wie sie mit den US-Aufsichtsbehörden SEC und CFTC (Commodity Futures Trading Commission, die für Termingeschäfte zuständig ist) bestehen. „Schwächen im Aufsichtssystem einiger Länder können leicht negative Auswirkungen auch auf die Finanzmärkte und Volkswirtschaften solide beaufsichtigter Staaten haben“, warnt das BAWe.²⁴

Spezialfonds

Bis hierher standen die Investmentfonds für Privatanleger im Mittelpunkt (Publikumsfonds), daneben gibt es Spezialfonds. Ursprünglich hießen sie bezeichnenderweise „Individualfonds“, ein Unternehmen ließ sich für den eigenen Bedarf von einer Kapitalanlagegesellschaft einen individuellen Fonds stricken. Auch dieses Marktsegment der Investmentindustrie boomt in Deutschland. Mittlerweile ist in diesen nicht-öffentlichen Spezialfonds, mit gut einer Billion DM, mehr Kapital angelegt als in Publikumsfonds. Auch dieses besondere Segment wird durch das KAGG geregelt und unterliegt insofern ähnlichen rechtlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen wie „normale“ Investmentfonds. Jedoch ist der Spielraum größer und zugleich die spontane Selbstregulierungskraft viel höher einzuschätzen als im Privatkundengeschäft, da Gleich und

²³ Bundesfinanzministerium, Finanznachrichten 28/2000 vom 15.11.00, S. 5.

²⁴ Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel, Jahresbericht 1999, S. 44.

Gleich eine partnerschaftliche Geschäftsbeziehung eingehen und nicht schwache Verbraucher auf starke Gesellschaften stoßen.

Zwei Aspekte möchte ich trotzdem hervorheben. Zum einen zeigt dieses Marktsegment, dass die Fronten zwischen Banken, Versicherungen und Investment sowie auch zwischen klassischer Betriebsrente und modernen Pensionsfonds in der Realität weniger drastisch sind, als sie in der öffentlichen Diskussion oft erscheinen. So entfallen bei den großen Investmentgesellschaften bis zu einem Fünftel der Spezialfonds auf die institutionelle betriebliche Altersversorgung. Die altbekannten Pensionskassen, Unterstützungskassen und Versorgungswerke vergeben also einen Großteil ihrer Mittel an Investmentgesellschaften, die diese Mittel zieladäquat in einem Spezialfonds verwalten. Übrigens gehören sogar gesetzlich-staatliche Sozialversicherungsträger zur Kundschaft der Fondsgesellschaften.

Ein zweiter wichtiger Aspekt ist - bei allem möglichen Reformbedarf im Detail - die internationale Wettbewerbsfähigkeit des jetzigen deutschen Investmentrechts. Die Zahl der ausländischen Mandanten für Spezialfonds nimmt nämlich überproportional zu. Das führt der Investmentverband BVI auf das hohe geschäftliche Niveau seiner Mitgliedsunternehmen zurück und auf gesetzliche Bestimmungen, die in Deutschland einen „international vorbildlichen Sicherheitsstandard“ ermöglichen. BVI-Fazit: Die Ausgangsposition ist international „gut“.²⁵

Derivate und Hedge Funds

Die als besonders riskant eingeschätzten „Hedge Funds“ fallen, wenn überhaupt in die Kategorie der Spezialfonds. Sie legen ihr oft milliardenschweres Kapital in sogenannten Derivaten - also in „abgeleiteten“ Finanzprodukten - hochspekulativ an. Ursprünglich wurden jedoch solche Termingeschäfte zur finanziellen Absicherung von Handel und bäuerlichen Ernten eingesetzt, heute hauptsächlich zur Absicherung von Finanzgeschäften, und das in wachsendem Maße. Dadurch entstand eine neue Ebene der Spekulation. Hedge-Fonds haben allerdings mit unseren Investmentfonds wenig gemein und gehören daher nur am Rande zu unserem Thema.²⁶

Das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz hat 1998 die Einsatzmöglichkeiten von Derivaten auch in Deutschland erweitert. Einerseits sollen damit Absicherungsgeschäfte ermöglicht werden - wofür üblicherweise Derivate eingesetzt werden -, andererseits neue Rendite-Chancen für Investmentfonds eröffnet werden.²⁷ Da hier ein Widerspruch zum Anlegerschutz auftritt, dürfen

²⁵ Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften, Investment 2000, Berlin 2000, S. 55 ff.

²⁶ Ausführlich habe ich mich mit Derivaten und Systemrisiken befasst u.a. in: Die Zähmung des Geldes, a.a.O.

²⁷ So dürfte das Jahr 2000 ein gutes Jahr für Hedge-Fonds werden - aufgrund der fallenden Börsenkurse.

deutsche Investmentfonds **Derivate weiterhin nicht unbegrenzt einsetzen** (10 Prozent des Fondsvermögens).

Derivate spielen gesamtwirtschaftlich allerdings nur ein **Nullsummenspiel**, da gegen jede Wette auf einen Kursgewinn ein Gegenpart vorhanden sein muss, der auf Kursverlust setzt. Zugleich entstehen Kosten für den Kauf der Derivate-Zertifikate, die sich bei den Verkäufern - den Hedge-Fonds-Gesellschaften, Banken und Börsen - als Gewinn niederschlagen. Heikel sind Derivate für den einzelnen privaten oder institutionellen Spekulanten, weil in ihnen ein **Hebeleffekt** eingebaut ist: Mit dem selben Kapital (für den Kauf eines Derivate-Zertifikats) kann auf wesentlich höhere Kapitalbeträge gewettet werden, als wenn beispielsweise direkt in Aktien investiert würde. Dadurch werden aus 100 Mark schnell 500 Mark oder mehr. Dieser Hebeleffekt verstärkt sich noch, wenn zur Finanzierung der Derivate Kredite eingesetzt werden. Nun wird mit unseren 100 Mark, die wir besitzen, vielleicht ein Verlustrisiko von 1000 Mark eingegangen.

Kredite scheinen bei dem spektakulärsten Zusammenbruch der jüngsten Zeit, nämlich des amerikanischen Hedge-Fonds „Long-Term Capital Management“ (LTCM), eine Rolle gespielt zu haben. Beteiligt waren auch europäische Banken. Der Crash war im September 1998 ein lauter Warnschuss, der auch die internationalen Finanzmärkte aufgeschreckt hat. Bislang hat dieser interne Schock jedoch unter dem Strich nur unbestimmte Absichtserklärungen von Banken, Fonds und Regierungen hervorgebracht. So weist die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIS) in ihrem jüngsten Quartalsbericht wieder einmal darauf hin, dass die Aktivitäten der Hedge-Fonds ein „potentielles Risiko für die Finanzmärkte“ darstellen. Im Klartext: die Zentralbank der Zentralbanken ruft Warnstufe rot aus.²⁸

Inzwischen wird auch bezweifelt, ob der alte Glaubenssatz „too big to fail“ noch stimmt. So erscheinen zumindest kleinere Staaten, wie die Schweiz, zu kapitalschwach, um notfalls eine ihrer Großbanken retten zu können.²⁹ Zweifelhaft ist dies jedoch auch für deutsche Großbanken, die ebenfalls in den LTCM-Skandal verwickelt waren. So bilanziert die Deutsche Bank mittlerweile ein Bilanzvolumen von fast zwei Billionen D-Mark, im Äpfel-Birnen-Vergleich: das Vierfache des Bundeshaushalts.

Schweiz richtet sich nach EU

In der Schweiz werden an die tausend ausländische Fonds vertrieben. Vermutlich ist die Schweiz damit der internationalste Finanzplatz überhaupt. Ein Grund ist die Verrechnungssteuer, die bei

²⁸ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Quarterly Review, Basel November 2000, S. 61 - 71.

²⁹ Gian Trepp, hrsgg. vom Kaufmännischen Verband Zürich, Finanzplatz Schweiz ade?!, S. 33.

ausländischen Fonds entfällt. Bemerkenswert groß ist der Anteil der Großbanken am Fondsumsatz in der Schweiz. Baur taxiert ihn auf über 80 Prozent.³⁰

Die Alpenrepublik mag grundsätzlich noch stärker als die Bundesrepublik reglementiert sein, für Finanzdienstleistungen gilt dies kaum (Bankgeheimnis seit 1934, Nummernkonten). Das für Fonds maßgebliche Bundesgesetz über die Anlagefonds (AFG) ist als Rahmengesetz konzipiert. 1994 leitet es für die Schweiz die nachholende Modernisierung ein, die in Deutschland 1998 mit dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz seinen Höhepunkt erlebte. Auch das AFG stellt besonders den Schutz des Anlegers heraus. Konkrete Details oder zahlenmäßige Begrenzungen sind jedoch nicht festgelegt. Diese sind auf die Verordnungsstufe durch den schweizerischen Bundesrat verwiesen. In der Praxis richten sich Verordnungen und Fonds an den Anforderungen der OGAW-Richtlinie aus. Ziel ist es, dadurch den europäischen Markt zu erschließen.

Fondsvermögen International

*Fondsvermögen in Mio. DM;
Ende 1999*

USA	13.357.816
Frankreich	1.281.972
Luxemburg	1.182.941
Japan	979.005
Italien	929.508
Großbritannien	798.046
Deutschland	766.728¹
Kanada	523.927
Spanien	401.393
Dänemark	203.582
Schweiz	168.582
Niederlande	164.989
Schweden	161.688
Österreich	157.134
Belgien	109.615
Australien	71.758
Griechenland	65.315
Portugal	47.108
Südafrika	35.208
Norwegen	29.389
Finnland	20.043
Ungarn	3.255
Tschechien	2.855

³⁰ Jürgen Baur, a.a.O., S. 143.

¹ inkl. ausländische Fonds deutscher Provenienz,
insbesondere aus Luxemburg.

Anm.: ausschließlich Publikumsfonds

Quelle: Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften

Vorbild USA?

„Vorbild“ nennt der deutsche Investmentverband BVI die USA. Das amerikanische Investmentrecht hat sich in einer Vielzahl von Wertpapier- und Börsengesetzen in den dreißiger und frühen vierziger Jahren niedergeschlagen (u.a. Securities Act von 1933, Securities Exchange Act von 1934 oder Investment Advisers Act von 1940) und wurde seither immer weiter fortgeschrieben. Auslöser der Gesetzeswelle war der Schock des „Schwarzen Freitags“, der die Börsenkurse an der Wallstreet im Oktober 1929 ins Bodenlose abstürzen ließ und die Weltwirtschaftskrise auslöste, an deren Ende Hitler und der Zweite Weltkrieg warteten. Allerdings führte dieses Börsentrauma nicht zu einem straffen staatlichen Reglement - wie es nach europäischer Auffassung nahegelegen hätte - sondern Amerika folgte seinem anti-etatistischem Impuls. Dazu beigetragen mag haben, das Wallstreet und die Öffentlichkeit den (falschen) staatlichen Antworten auf den Schwarzen Freitag die Mitschuld am Desaster gaben. Die amerikanische Antwort hieß also: „Regulation so viel wie notwendig, aber freie Märkte soviel wie möglich.“

Börsen, Investmentfonds und Anlageentscheidungen sollten durchsichtiger werden. **Information und Transparenz** lauten die Reformüberschriften. Darum besteht der Kern die amerikanischen Investmentgesetzgebung - und sie wurde Beispiel für die Reformen der neunziger Jahre insbesondere in Deutschland - in dem Bemühen, Markt- und Produkttransparenz zu schaffen. Jürgen Baur schreibt in seinem Standardwerk „Investmentgesetze“, dass „die Philosophie der Wertpapiergesetze vor allem darin besteht, dass sie die Notwendigkeit einer umfassenden Information in den Vordergrund stellen“.³¹ „Full and fair disclosure“ gibt die Leitlinie für Gesetz und Aufsicht vor. Auf einem transparenten und fairen Markt könne der private Sparer dann eine vernünftige Auswahl treffen, so die Idee.

Recht und Aufsicht folgen dieser Philosophie. **Trotzdem ist das amerikanische System heute - genau wie das britische - alles in Allem dem deutschen doch recht ähnlich. Den wesentlichen Unterschied sehe ich in einer radikalen Schärfe bei der Umsetzung von Markt- und teilweise Produkttransparenz.** So drohen unbürokratische Sanktionen (während in Deutschland ein Ordnungswidrigkeits-Tatbestand für „kleine“ Fälle fehlt, also entweder gar nicht oder ganz scharf geschossen werden muss), aber auch mehrjährige Haftstrafen und vor allem millionenschwere Zivilklagen, die in Deutschland undenkbar erscheinen. Ein Beispiel: Im Fall „McDermott“ hatte ein Investmentbanker durch das Ausnutzen von Insiderinformationen für Bekannte einen Gewinn von „nur“ 170.000 Dollar erzielt. Dem Banker droht dafür eine Haftstrafe von bis zu 15 Jahren und eine Geldstrafe von bis zu 1,25 Millionen Dollar. Insider werden von der Securities and Exchange Commission (SEC) konsequenter verfolgt, legale Transaktionen sind

³¹ Jürgen Baur, a.a.O., S. 153.

wesentlich transparenter und werden teilweise im Internet veröffentlicht. Die **längere Erfahrung, größere Dynamik** und **bessere personelle und finanzielle Ausstattung** der amerikanischen Aufsicht erschließt sich anschaulich bei einem ausführlichen Besuch der Websites von SEC und BAWe.³²

- Der wichtigste Unterschied ist jedoch das **starke Zugriffsrecht der SEC**, die eigene, quasi polizeiliche Ermittlungen betreiben kann - bis hin zur „Hausdurchsuchung“.

Dagegen kann das deutsche BAWe im Grunde nur um Auskünfte bitten. Letztlich muss es die Ermittlungen der Staatsanwaltschaft überlassen. Damit ist das BAWe schwach bewehrt, Verfahren dauern zu lange und bürokratische Reibereien gehören zum Alltag.

Ausländische Fonds haben in der Praxis keinen Zugang zum US-Markt. Eine Reihe von Mitgliedstaaten der EU, darunter Deutschland, haben dagegen den öffentlichen Vertrieb von US-Investmentfonds schon vor Jahrzehnten zugelassen. Dagegen machen Regularien den Vertrieb europäischer Fonds in den USA „unmöglich“, klagt der BVI. Schuld sei die Lobby der amerikanischen Fonds, heißt es in der hiesigen Investmentindustrie. Die europäische Investmentindustrie fordert daher im Rahmen der Welthandelsorganisation (WTO) eine Gleichstellung für europäische Anbieter. Unterstützt wird sie dabei laut BVI von der Europäischen Kommission.

„Ethische“ Fonds und soziales Netz

Der heute noch gültige amerikanische „Investment Company Act“ (ICA) von 1940 dient vornehmlich dem Anlegerschutz und enthält detaillierte Vorschriften über Mindestkapital, Publizitätspflichten oder auch die Vermeidung von Interessenkollisionen. 1988 wurde ein neues Insidergesetz³³ geschaffen und die Kompetenzen der Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörde SEC ausgedehnt. 1994 wurden die Regeln für die Anlageberater der Banken und Fonds verschärft - erst ein halbes Jahrzehnt später folgte die Bundesrepublik. Seither müssen sie die finanzielle Lage ihrer Kunden erfragen und müssen daran angemessen beraten. Salopp formuliert, darf heute keinem soliden Familienvater ein hochriskanter Hedge-Fonds mehr verkauft werden.

Ein wichtiger regulatorischer Faktor wirkt allerdings eher mittelbar, es ist die Schwäche des sozialen Netzes. Es sei kein Zufall, dass die Vorsorge per Investment in den angelsächsischen Ländern, allen voran den USA, am stärksten sei, wo das staatliche Sozialversicherungsniveau „relativ niedrig“ ist, schreibt der Investmentverband BVI. Das Sozialversicherungssystem trägt in

³² Siehe www.sec.gov und www.bawe.de.

³³ Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act.

den USA nur rund 40 Prozent zu den Renten der Bevölkerung bei. Zum Vergleich: in Deutschland sind dies 75 Prozent, in der EU sogar fast 90 Prozent.³⁴

Daher setzen viele Universitäten, Kirchen oder Gewerkschaften für die Altersversorgung auf Investmentfonds, mit der Nebenwirkung, dass ethische Kriterien bei der Geldanlage mehr oder weniger offen eine große Rolle spielen. Das amerikanische Recht lässt die Definition von **ökologischen oder sozialen Zielen** zu und die Rechtsform als „private Corporation“ (etwa wie deutsche AG) für Fonds begünstigt dies. Die Anleger eines solchen Fonds haben als Aktionäre starken Einfluss und wählen den Fondsvorstand.

Derweil hierzulande das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen die Auffassung vertritt, „Ethik“ sei als Anlagekriterium unzureichend und diskriminiere indirekt andere Investmentfonds als nicht-ethisch, lässt die US-amerikanische Aufsicht solche alternativen Fonds zu. Dabei reichen die **Kriterien** von „keine Rüstung“ oder „kein Alkohol“ bis zu „umweltfreundlich“ und „hohe Mitarbeiterbeteiligung“. Solche Ethik-Fonds sind zumindest in der USA und Großbritannien **wirtschaftlich erfolgreich**, wie das Beispiel Calvert Social Investment Fund zeigt. Bereits 1976 hatten Wayne Silby und John Guffey mit einem Startkapital von 100.000 Dollar ihren ersten „Mutual Fund“ gegründet. Amerikaner nennen Investmentfonds, die sich an ein breites Publikum wenden, Mutual Fund. Heute sind die Calvert Fonds mit zweihunderttausend Anlegern und einem Volumen von mehreren Milliarden Dollar die größte Investmentgesellschaft im Großraum Washington. Nach einer Schätzung des amerikanischen Verbandes Social Investment Forum sollen inzwischen über 1.200 Milliarden Dollar nach ethischen Kriterien angelegt sein, davon allerdings nur rund 30 Milliarden direkt in ethischen Investmentfonds.³⁵

Es sei hier darauf hingewiesen, dass die moralische Reichweite der ethischen Kriterien zwischen verschiedenen Fonds überaus weit auseinander liegen kann. Obendrein besteht ein grundsätzliches Dilemma bei Aktienfonds jeglicher Art, denn möglicherweise investiert damit ein Anleger zumindest virtuell in den eigenen Arbeitsplatzabbau. Dies ist einer der Gründe, warum sich bundesdeutsche Gewerkschaften anders als Verbraucherschützer mit Investmentanlagen schwer tun.³⁶

³⁴ Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften, Investment 2000, Berlin 2000, S. 45.

³⁵ Max Deml, Jörg Weber, Grünes Geld - Jahrbuch für ethisch-ökologische Geldanlage 2000/2001, München 2000, S. 116 ff.

³⁶ Diesen Fragen bin ich wiederholt nachgegangen, siehe bspw: Alternative Finanzgeschäfte, in: Udo Perina, Kursbuch Geld, Frankfurt am Main 1999, S. 210 -238.

Japan im Umbruch

In Japan ist der Vertrieb ausländischer Fondsanteile seit 1973 zugelassen. Allerdings müssen diese den Regeln „Standard Rules for the Selection of Foreign Investment Trust Funds to be sold in Japan“ entsprechen, die von der Vereinigung der japanischen Wertpapierhändler festgelegt werden. Danach muss der ausländische Fonds aus einem OECD-Staat stammen, der Fonds darf nur maximal 10 Prozent seines Vermögens in einen Wert investieren und bestimmte Transparenzpflichten - die wohl teilweise größer als in Europa sind - sind zu erfüllen. Ähnliches gilt für inländische Fonds. Zudem reicht beispielsweise nicht das deutsche Testat für einen deutschen Investmentfonds aus, sondern es bedarf des Zeugnisses eines japanischen Wirtschaftsprüfers.

Diese formalen Hürden könnten bald fallen. Japans Finanzmarkt und Aufsicht befinden sich im Umbruch. Bemerkenswert bleibt jedoch die angestrebte **Selbstkontrolle** der Branche. Die Investment-Trust-Vereinigung - vergleichbar dem hiesigen BVI - soll die Anleger schützen und hat dazu vom Gesetzgeber eine Reihe von hoheitlichen Aufgaben übertragen bekommen, mit dem Ziel der Selbstkontrolle und Überwachung der Branche. Die staatliche Aufsicht, vergleichbar mit der britischen, scheint sich also weit zurückzunehmen.

I.c. Thesen

Staatliche Aufsicht bleibt gefordert.

Märkte tendieren aus sich heraus zu einem Ungleichgewicht, so meine Grundüberzeugung. Darum muss „der Staat“ national und international ein solides, stabilisierendes und ausgleichendes Regelwerk schaffen und die Einhaltung der Regeln beaufsichtigen, Verstöße sanktionieren. Dazu gehört unbedingt ein starker Schutz der Schwachen, nämlich der Verbraucher. Gerade beim Thema Finanzdienstleistungen sind die meisten Verbraucher besonders schutzbedürftig. Die Möglichkeiten für solides kaufmännisches Geschäftsgebaren, einen fairen Markt und hohe Transparenz müssen daher verbessert werden. Fonds sollten in offizielle Risikoklassen eingeteilt werden. Eine Ausweitung der Anlagegrenzen für Aktien und Derivate bei Publikumsfonds gefährdet den Verbraucherschutz.

Aufgabe des Staates kann es jedoch nicht sein, kapitalistische Risiken zu tragen, andererseits muss das Systemrisiko minimiert werden. Investmentfonds und Kapitalanlagegesellschaften unterliegen einem ökonomischen Risiko und insbesondere einem Marktrisiko. Zugleich existieren erhebliche Kursrisiken und ein zukünftig weiter wachsendes Problem stellen die hochspekulativen Derivate dar.

Deutsche Aufsicht überfordert.

Insgesamt findet sich in den Industriestaaten ein hohes Regulierungs- und Aufsichts-niveaus. Trotzdem bestehen Unterschiede. So baut das britische System auf einer Selbstregulierung der Branche, in den USA sind Gesetz und Aufsicht zumindest bei der Regulierung eines fairen Marktes schärfer als andernorts, in Deutschland scheint insbesondere die Aufsicht vom Boom der Börsen - der auch der Investmentbranche einen rasanten Aufschwung beschert hat - kulturell und personell überfordert zu sein. Wahrscheinlich wäre eine Zentralisierung der verschiedenen Aufsichts-institutionen sinnvoll. Wichtiger wäre jedoch eine personelle und finanzielle Stärkung des BAKred und BAWe. Eigene Durchsuchungsrechte und das eigenständige Stellen von Strafanträgen gegen Firmen und Manager gehören zum Wunsch-katalog.

Verbraucherschutz ausbaufähig.

Aus Sicht des Verbraucherschutzes mangelt es den Investmentfonds an Klarheit. In welche Aktien hat der Fonds investiert? Wer managt die Fondsanlagen? Zudem fehlt es dem Börsenhandel - und damit mittelbar der Investmentbranche - an Transparenz, insbesondere außerhalb des amtlichen Handels. Etwa am Neuen Markt sind die Publizitätspflichten der Aktiengesellschaften schwach.

II. Pensionsfonds

Die Altersvorsorge ruht in den europäischen Staaten auf drei Säulen: den öffentlichen Rentenkassen, der individuellen privaten Vorsorge und der „zweiten Säule“, der betrieblichen Altersversorgung. Immerhin ein Viertel der Erwerbstätigen in der Europäischen Union ist in ein solches betriebliches Rentensystem integriert. In Zukunft könnten einen Teil dieser betrieblichen Altersversorgung sogenannte Pensionsfonds übernehmen. Bislang fehlen in Europa jedoch gemeinsame rechtliche Normen.

Im Jahr 2000 fristen Pensionsfonds ein Schattendasein. „Der Gabler“, hierzulande das Standardlexikon für Finanzexperten, kennt nicht einmal das Stichwort. Trotzdem - oder gerade deswegen - verlassen Pensionsfonds ihr Schattendasein und bewegen als politisches Thema die Öffentlichkeit. Die Reihe der Befürworter reicht inzwischen vom Bankenverband bis zum Europäischen Parlament. Die verschiedenen Vorstellungen und Modelle unterscheiden sich allerdings grundlegend.

II.a. Der Markt

Pensionsfonds könnten ein Teil der sogenannten zweiten Säule der Altersvorsorge werden. Diese betriebliche Altersvorsorge ist insgesamt im Vergleich zur ersten Säule, der umlagefinanzierten staatlichen Altersvorsorge, in der Europäischen Union relativ unbedeutend. In der Bundesrepublik besteht diese zweite Säule zum Großteil aus betrieblichen Rückstellungen (mit interner Geldanlage), aus speziellen Versicherungsprodukten (Direktversicherungen) oder aus Pensions- und Unterstützungskassen. Dagegen ist die kapitalgedeckte Altersvorsorge in Form von „Pensionsfonds“ in Deutschland unbekannt.³⁷

³⁷ Vgl. Deutsches Institut für Altersvorsorge, Gesetzliche Alterssicherung. Reformverfahren im Ausland - Ein systematischer Vergleich aus sechs Ländern, Köln 1999; Europäische Kommission, Untersuchung über die Altersversorgungssysteme in den Mitgliedsstaaten der EU, Brüssel 2000 (Markt/2005/99-DE Rev. 2); Dresdner Bank, Pension Fund Systems in the World, Frankfurt am Main 2000.

Der Begriff: Pensionsfonds

Pensionsfonds gehören in die übergeordnete Kategorie „betriebliche Altersvorsorge“. Aber im Gegensatz zu den klassischen Formen der Betriebsrente sollen sie die Möglichkeiten der Kapitalmärkte frei nutzen und beispielsweise umfassend in Aktien oder Derivate investieren können.

Was unter einem Pensionsfonds verstanden wird, ist in den einzelnen Ländern durchaus unterschiedlich. Im Allgemeinen wird ein Pensionsfonds als juristisch unabhängige Gesellschaft außerhalb des „versicherten“ Unternehmens geführt. Arbeitgeber und Arbeitnehmer zahlen (unversteuerte) Beiträge in einen Pensionsfonds ein, die letztlich dem Beschäftigten als (steuerpflichtige) Rente einmal zu gute kommen sollen.

Die einem Pensionsfonds anvertrauten Mittel werden zweckgebunden verwaltet und stehen unter öffentlicher Aufsicht. Um eine möglichst effektive Verwaltung des Kapitals zu erreichen, kann ein Pensionsfonds externe Finanzdienstleister - insbesondere eine Investmentgesellschaft - mit der Verwaltung und Anlage der Fondsmittel beauftragen. Dies dürfte in Europa, soweit Praxis, der Regelfall sein. Das Anlegerrisiko trägt oft der Arbeitnehmer. Pensionsfonds können jedoch auch so ausgestaltet sein, dass der Arbeitgeber das Anlagerisiko übernimmt. Sogenannte biometrische Risiken, etwa der Schutz von Hinterbliebenen oder bei Arbeitsunfähigkeit, sind meist nicht abgedeckt. Bei Pensionsfonds handelt es sich dann um eine reine Geldanlage für die persönliche Altersvorsorge, deren Rendite ungewiss bleibt.

Europa: Erlaubt und verboten

Seit Anfang der neunziger Jahre haben Fachkreise und Politiker in vielen Staaten Europas begonnen, das Thema „Pensionsfonds“ stärker zu diskutieren. In Italien und Spanien wurden sie Mitte der Neunziger erstmals zugelassen, später folgten Luxemburg und Österreich. Auslöser für die neue Offenheit waren und sind die demographischen Probleme der öffentlichen Rentensysteme und eine geradezu naive Aktienbegeisterung, die in den vergangenen Jahren durch scheinbar naturgesetzlich steigende Börsenkurse entfacht wurde. Jährliche Renditen von mindestens 15 Prozent schienen der Allgemeinheit nun selbstverständlich, drei Mal höhere, als sie die staatlichen Rentenkassen mit ihren vorsichtigen Geldanlagen erzielen. „Warum sollen die Rentensysteme also nicht zukünftig stärker auf aktienorientierte Pensionsfonds setzen?“, fragt man sich zwischen Bröndby und Barcelona.

Aber lediglich **Großbritannien** und **Niederlande** verfügen in Europa bereits über etablierte Pensionsfonds-Systeme. Dort beträgt der finanzielle Anteil aller Betriebsrenten an den Alterseinkommen sogar rund ein Drittel, und diese Betriebsrenten werden zu einem großen Teil aus Pensionsfonds gespeist. In anderen EU-Staaten wurden erste Schritte gegangen oder steht das Thema auf der politischen Tagesordnung. So ließ Österreich 1998 den

„Pensionsinvestmentfonds“ (PIF) zu, dessen steuerliche Privilegien - im Unterschied zu Deutschland - mit anderen privaten Formen der Altersvorsorge (Versicherungen) gleichgestellt wurden und für die in beschränktem Umfang staatliche Prämien gezahlt werden (sollen).

Überaus unterschiedlich fällt auch die Reichweite der nationalen betrieblichen Altersvorsorge aus. Während in den Niederlanden über 90 Prozent der Arbeitnehmer aufgrund allgemeinverbindlicher Vereinbarungen zwischen Gewerkschaften und Unternehmen auf Branchenebene mehr oder weniger umfassend abgesichert sind, gilt dies in Großbritannien - obwohl dort der betriebliche Anteil an den gesamten Rentenzahlungen ähnlich hoch wie in den Niederlanden ausfällt - nur für etwa 50 Prozent.

In der **Schweiz** existieren keine Pensionsfonds. Die betriebliche Altersvorsorge wird in der Rechtsform einer Stiftung, einer Genossenschaft oder einer Einrichtung öffentlichen Rechts geführt. Diese dürfen allerdings, anders als in Deutschland, bis zu 50 Prozent ihres Kapitals für in- und ausländische Aktien ausgeben. Eine Verwaltung durch den Arbeitgeber ist - anders als in Deutschland - nicht erlaubt.

In **Deutschland**, hier sind Pensionsfonds noch nicht zugelassen, beträgt der Anteil der Betriebsrenten an den gesamten Alterseinkommen lediglich etwa 5 Prozent. Entsprechend stammen etwa 82 Prozent der Alterseinkommen aus gesetzlichen Renten der ersten Säule und rund 13 Prozent finanzieren sich aus der individuellen privaten Vorsorge, der dritten Säule der Altersvorsorge.

Marktführer USA

Ähnlich wie in Deutschland spielt in **Japan** die betriebliche, steuermindernde Rückstellung für die Betriebsrenten die Hauptrolle im zweiten Rentenbereich. Allerdings kommt schätzungsweise ein Drittel der japanischen Arbeitnehmer in den zusätzlichen Genuss kapitalgedeckter Pensionsfonds oder steuerwirksamer Sparpläne.

In den **USA** erreicht die betriebliche Altersvorsorge, die nicht allein aus Pensionsfonds besteht, etwa die Hälfte der abhängig Beschäftigten. Hinsichtlich der gesellschaftlichen Bedeutung ist die Praxis der Pensionsfonds jedoch weiter fortgeschritten als selbst in Großbritannien oder den Niederlanden. Anschaulich macht dies das Beispiel des milliardenschweren California Public Employees Retirement System (Calpers). In diesen Pensionsfonds haben die kalifornischen Beamten laut Pressemeldungen umgerechnet über 100 Milliarden Dollar für ihre Altersvorsorge eingezahlt. Insgesamt sind nach Angaben der OECD in den Vereinigten Staaten über 5 Billionen US-Dollar in Pensionsfonds angelegt (Ende 1997). Damit liegen die US-Pensionsfonds weit vor

der Nummer zwei, Großbritannien. Dort sind nach dem OECD-Schema rund 0,9 Billionen und in der Schweiz rund 0,3 Billionen Dollar in Pensionsfonds angelegt. Der Trend zugunsten der Pensionsfonds zeigt weiter nach oben.

II.b. Gesetz und Aufsicht

Ähnlich differenziert und manchmal einzigartig wie die nationalen Märkte und Traditionen sind auch die jeweiligen rechtlichen Rahmenbedingungen. Gesetz und staatliche Aufsicht sind in den einzelnen Ländern der EU und den Vereinigten Staaten alles andere als homogen. In einigen Ländern werden Pensionsfonds öffentlich gefördert, in anderen sind sie dagegen verboten.

Rentendiskussion in Deutschland

Zu den Verbiestern gehört die Bundesrepublik. An Diskussionen um Pensionsfonds mangelt es freilich darum nicht. „Angestoßen“ wurde hierzulande die Diskussion im Jahr 1995 von einer heute fast vergessenen Studie der Deutschen Bank.³⁸ Es folgte 1997 ein ausformulierter Gesetzentwurf des Bundesverbandes deutscher Banken (BdB)³⁹ - den der BdB weiterhin für aktuell hält -, und im Jahr darauf das Modell einer Experten-Kommission unter Leitung von Professor Dr. Wolfgang Gerke, die das Bundesministerium der Finanzen eingesetzt hatte.

Das Gerke-Modell zielt darauf ab, Pensionsfonds neben den klassischen Angeboten der Betriebsrenten zuzulassen. Es will jedoch im Gegensatz zu gängigen internationalen Geflogenheiten Sicherheiten für die einzahlenden Beschäftigten. Wichtig erscheint dies insbesondere bei „beitragsorientierten“ Pensionsfonds. Hier ist der Arbeitgeber lediglich zur Zahlung eines festen Beitrages verpflichtet, nicht aber später zu einer bestimmten Rentenleistung. Das Gerke-Modell will zumindest eine garantierte Mindestleistung in Höhe der eingezahlten Nominalbeiträge sicherstellen (dazu müsste, wie ohnehin geplant, das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften KAGG reformiert werden). Zum anderen soll auch eine Mindestabsicherung der allgemeinen Risiken (Invalidität, Hinterbliebenenversorgung) gewährleistet sein.

³⁸ Deutsche Bank Research, Von der Pensionsrückstellung zum Pensionsfonds: Eine Chance für den deutschen Finanzmarkt, Frankfurt am Main 1995.

³⁹ Bundesverband deutscher Banken, Daten, Fakten, Argumente - Betriebs-Pensionsfonds, Berlin 1999.

Dieses Modell wird von der Finanzwirtschaft abgelehnt. Begründet wird diese Ablehnung mit den Argumenten, die heute in der allgemeinen Rentendiskussion benutzt werden, wenn es um die Frage geht, ob dafür Investmentfonds zugelassen werden sollen oder nicht. Insbesondere zwei Felder sind umstritten, wenn es um Investment- bzw. Pensionsfonds geht:

- Sicherheit versus Rendite,
- soziales Gleichgewicht versus Kapitalmarkteffizienz.

An diesen beiden Punkten scheiden sich in Deutschland und in Europa die unterschiedlichen Positionen. So lehnt die Investmentindustrie Kapitalgarantien grundsätzlich ab (erscheint jedoch im November 2000 erstmals kompromissbereit).

Dabei hat die Finanzwirtschaft selber Produkte entwickelt, die eine Kapitalgarantie bieten, sogenannte Garantiefonds. Das sind Investmentfonds, die im Massengeschäft oder für institutionelle Kunden das eingezahlte Geld, eventuell sogar eine minimale Rendite, garantieren. Erst kürzlich legte die HypoVereinsbank einen aktiv verwalteten Fonds für institutionelle Anleger auf, der eine Kapitalgarantie bietet, Laufzeit: acht Jahre.

In der aktuellen deutschen Rentendiskussion sind reine Pensionsfonds bislang nicht vorgesehen. Im Entwurf der Bundesregierung zu einem Altersvermögensaufbaugesetz (Gesetzentwurf zur Reform der gesetzlichen Rentenversicherung und zur Förderung eines kapitalgedeckten Altersvorsorgevermögens) spielen Pensionsfonds bislang keine Rolle. Dagegen fordert beispielsweise der Bundesverband deutscher Banken eine Erweiterung des Gesetzes zur Verbesserung der betrieblichen Altersvorsorge (BetrAVG).⁴⁰ Den Kernpunkt - neben der Zulassung von Pensionsfonds als solches - ist eine „größtmögliche Flexibilität“. Der Bankenverband zielt damit insbesondere auf die Zulassung reiner Beitrags-Pensionsfonds. Anders ausgedrückt, es wird gefordert, ungesicherte kapitalmarktorientierte Investmentfonds für die Altersvorsorge zuzulassen. Der Arbeitnehmer hätte dadurch die Chance auf eine hohe Rendite, er trüge aber selber das Risiko einer schwachen Renditen oder sogar eines (Teil-) Verlustes seines über Jahrzehnte eingezahlten Kapitals.

Chancen und Grenzen in der Europäischen Union

Das populäre Interesse an Pensionsfonds stößt zur Zeit in vielen Ländern und insbesondere länderübergreifend auf unterentwickelte rechtliche Rahmenbedingungen und auf verschiedene Qualitätsnormen. Zudem arbeiten die nationalen öffentlichen Aufsichtsbehörden weitgehend isoliert voneinander. Die Pensionsfonds unterliegen in den einzelnen EU-Staaten

⁴⁰ Bundesverband deutscher Banken, Daten, Fakten, Argumente - Wege zur kapitalgedeckten Alterssicherung - Ein Diskussionsbeitrag zur aktuellen Rentendebatte, Berlin November 2000, S. 30-36.

unterschiedlichen aufsichtsrechtlichen Bestimmungen. So ist beispielsweise eine Generalzulassung für sämtliche Mitgliedsländer nicht möglich. Den Euro-Pensionsfonds gibt es also nicht. Selbst grenzüberschreitende Investitionen, beispielsweise der Kauf französischer Aktien durch einen britischen Pensionsfonds, unterliegen in der Praxis erheblichen Restriktionen, heißt es aus Investmentgesellschaften.

In vielen Mitgliedsstaaten haben Gesetz und Aufsicht unterschiedliche quantitative Begrenzungen für die betriebliche Altersvorsorge festgelegt, die beispielsweise die Höhe der Aktienanlage (nicht allein bei Pensionsfonds) einschränken:

- In Deutschland ist der Aktienanteil für Pensionskassen und betrieblichen Direktversicherungen auf 35 bzw. 30 Prozent beschränkt.
- Dagegen legen britische Pensionsfonds und -kassen drei Viertel ihres Kapitals in Aktien an. Niederländische und deutsche Rentenkassen investieren dagegen vorrangig in sichere, aber renditeschwächere Rentenpapiere (festverzinsliche Wertpapiere). In Frankreich müssen 50 Prozent des Kapitals in sichere EU-Staatsanleihen investiert werden.

Vorreiter für Pensionsfonds in Europa ist **Großbritannien**. Dahinter steht eine britische Vorliebe für Aktien bei der Vermögensbildung. Selbst Versicherungsunternehmen setzen bei ihrer Vermögensanlage vorwiegend auf Aktien und Aktienfonds (was u.a. in Deutschland das Versicherungsrecht unmöglich macht, allerdings nutzen deutsche Asekuranzkonzerne die Möglichkeiten ohnehin bei weitem nicht aus). Erst die konservative Regierung unter Frau Thatcher hat diese Aktien/Fonds-Begeisterung ausgelöst: Privatisierungen zu niedrigen Emissionskursen, steuerliche Förderung des Erwerbs von Fonds im Rahmen des „Personal Equity Plans“ (PEP) seit 1986. Im Unterschied zu den USA unterliegen die PEP´s einer vorgelagerten Besteuerung. Bis zu 6.000 (versteuerte) britische Pfund können jährlich gespart werden, die anschließenden Dividenden und Kursgewinne bleiben jedoch steuerfrei. Die PEP-Fonds müssen mindestens 75 Prozent ihres Anlagevolumens direkt oder indirekt über einen Investmentfonds in europäische Aktien investieren.

Im Jahr 1999 wurden die PEP´s durch ISA ersetzt („Individual Savings Accounts“). Diese dürfen stärker in Versicherungen und sichere Rentenpapiere investieren. 5. 000 britische Pfund können angelegt werden. Zudem können Briten bis zu 3.000 Pfund in Aktien eines einzelnen Unternehmens investieren („Single Company Plans“). In eine zusätzliche betriebliche Altersvorsorge können Arbeitnehmer aus unversteuertem Einkommen ebenfalls Beiträge leisten. Diese, im weitesten Sinne, Pensionsfonds sind noch stärker aktienorientiert als amerikanische, etwa 80 Prozent sollen in Aktien und Aktienfonds angelegt sein.

Keine Dienstleistungsfreiheit

Bislang fehlt für Pensionsfonds innerhalb der EU eine vollständige Dienstleistungsfreiheit. Während gemeinsame Märkte für Banken, Wertpapierhäuser und Versicherungen wenigstens hinsichtlich der rechtlichen Bedingungen bestehen, existiert für Finanzdienstleister im Bereich der Altersvorsorge noch kein einheitlicher EU-Binnenmarkt. Deren Tätigkeit ist **national reguliert**. In **einigen EU-Staaten sind Pensionsfonds generell nicht zugelassen**.

Die **fehlende europäische Harmonisierung** führt dazu, dass die individuelle betriebliche Altersvorsorge bei einem Wechsel des Arbeitsplatzes ins Ausland nicht mitgenommen werden kann. International tätige Unternehmen können eine Betriebsrente nicht in ein einziges, grenzüberschreitendes Versorgungswerk integrieren.

Obendrein sind die Steuerlasten unterschiedlich. In den meisten EU-Länder und den USA gilt, anders als es in der Bundesrepublik für Finanzprodukte üblich ist, eine **nachgelagerte Besteuerung**. Beiträge an einen Pensionsfonds sind dann bis zu einer Höchstgrenze von der Lohnsteuer befreit und auch die Erträge der Pensionsfonds bleiben steuerfrei. Erst die späteren Alterserträge des Rentners sind steuerpflichtig. Neben diesen systematischen Unterschieden existieren fiskalische Differenzen in der Praxis. Nach meinem Eindruck ist in keinem Land der europäischen Gemeinschaft unter dem Strich die Steuerlast für den einzelnen Rentner gleich. Dieses Problem scheint unlösbar, denn die direkten Steuern fallen in die jeweilige nationale Kompetenz. Dadurch sind zudem die **steuerlichen Hindernisse** für eine leichtere Übertragbarkeit von Rentenansprüchen sehr hoch.

Neue EU-Richtlinie

Abhilfe soll nach dem Willen der Finanzmärkte eine schon lange angekündigte Pensionsfonds-Richtlinie der Europäischen Union schaffen. Im Jahr 2000 haben vorab Regierungen und auch das Europäische Parlament grünes Licht signalisiert. Ende März hatten die EU-Staats- und Regierungschefs von ihrem Lissaboner Gipfel aufgerufen, Hindernisse für Anlagen in Pensionsfonds zu beseitigen. Kurz zuvor hatte sich das Europäische Parlament für einen gemeinsamen Markt der Pensionsfonds ausgesprochen - und besonderes Gewicht auf Anlegerschutz und die Sicherheit der Einlagen gelegt.⁴¹

⁴¹ Europäisches Parlament, Bericht über die Mitteilung der Kommission zu einem Binnenmarkt für die zusätzliche Altersversorgung - Ergebnisse der Konsultation zum Grünbuch „Zusätzliche Altersversorgung im europäischen Binnenmarkt“ vom 29.4.2000 (A5-0053/2000). Siehe auch Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, EU-Magazin, 5/2000, S. 28/29 und Europäisches Parlament, Wirtschafts- und Währungsausschuss, Bericht über die

Zuvor hatte im Jahr 1997 ein Grünbuch der damaligen EU-Kommission zur betrieblichen Altersvorsorge und die folgende Anhörung ein wenig Bewegung in die europäische Diskussion gebracht.⁴² Auch die seit 1999 amtierenden neuen EU-Kommissare scheinen entschlossen, den Euro-Pensionsfonds zu schaffen und vor allem einen offenen Binnenmarkt für diese Produkt. Mitte Oktober fanden diese Zielvorstellungen ihren Niederschlag in dem seit Jahren erwarteten Vorschlag der EU-Kommission für eine **Pensionsfonds-Richtlinie**.⁴³ Wird die Richtlinie verabschiedet, müsste sie noch in das jeweilige nationale Recht umgesetzt werden.

Damit ist der Weg eigentlich frei, aber eben nur eigentlich. Viele Hindernisse lauern, die einem echten „Euro-Pensionsfonds“ meiner Meinung nach verhindern werden. So sollen beispielsweise die Bestimmungen für die Kapitalanlage - gemessen am restriktiven deutschen Standard - liberalisiert werden. Damit würde sich allerdings gleichfalls die neue Frage nach einer Harmonisierung mit dem Versicherungsrecht stellen. Beispielsweise können deutsche Versicherungsunternehmen nur in sehr engem Rahmen - den sie freilich in der Praxis nicht einmal ausschöpfen - in Aktien investieren. Euro-Pensionsfonds dürften dagegen solche Grenzen eigentlich nicht kennen.

Letztlich scheint sich jedoch in der EU-Kommission die Einsicht durchgesetzt zu haben, dass lediglich ein weiterer Kompromiss und die Festlegung von Mindeststandards real möglich sind. Weder die generelle nachrangige Besteuerung, noch eine pauschale Freistellung für reine beitragsbezogenen Rentenpläne scheinen in der EU politisch machbar. Ebenso wenig wird allerdings ein gemeinsamer Sicherheitsstandard - etwa eine Bestandsgarantie für eingezahlte Beiträge - angestrebt. Während die Kommission eher auf allgemeine Grundsätze zur Sicherheit und Liquidität setzen will, wollen viele Mitgliedsstaaten lieber enge und konkrete quantitative Normen - beispielsweise für den Aktienanteil oder Investitionen in Risikokapital und Derivate. Der Kommissionsvorschlag sieht eine Begrenzung des Aktienanteils auf 70 Prozent des Gesamtvermögens vor.

So könnte sich die Harmonisierung - ähnlich wie im Versicherungsrecht - in einem Euro-Pass erschöpfen, eine nationale Zulassung sicherte dann die gegenseitige Anerkennung in den EU-Ländern. Die Zulassung in anderen EU-Staaten bleibt der dortigen nationalen Aufsicht und im

Mitteilung der Kommission zum Grünbuch über zusätzliche Altersversorgung im Europäischen Binnenmarkt, 29. Februar 2000.

⁴² Europäische Kommission, Zusätzliche Altersvorsorge im Binnenmarkt, Grünbuch (KOM 97-0283-C4-0392/97), Brüssel 1997. Später folgten der Bericht „Ergebnisse der Konsultation zum Grünbuch über zusätzliche Altersversorgung im europäischen Binnenmarkt“, Mitteilung der EU-Kommission vom 11. Mai 1999 sowie eine ergänzende Mitteilung der Kommission: „Zu einem Binnenmarkt für die zusätzliche Altersversorgung“, Brüssel 1999.

⁴³ Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über die Tätigkeiten von Einrichtungen zur betrieblichen Altersversorgung (von der Kommission vorgelegt), Brüssel 2000 (KOM2000-507).

gewissen Rahmen dem nationalen Recht vorbehalten. Die Staaten könnten restriktive Anlagevorschriften erstellen und Kapitalgarantien erzwingen.

Sicheres Japan

In Japan sind Pensionsfonds gesetzlich zu einer konservativen Anlagepolitik verpflichtet. Mindestens 50 Prozent des Vermögens muss daher in relativ sicheren Zinstiteln investiert sein. Maximal 30 Prozent dürfen in Aktien angelegt werden.

USA setzt auf „beitragsorientierte“ Fonds

Der wesentliche Unterschied zum europäischen System besteht nicht im Reglement für das Pensionsfondssystem. Der wesentliche Unterschied besteht in der Schwäche des öffentlichen Rentensystems. Von der europäischen Investmentindustrie wird das amerikanische Pensionssystem als Vorbild gesehen. Vor allem, aufgrund seines Volumens.

Wie bereits für die normalen Investmentfonds dargestellt, hatte die US-Steuerreform 1976 und der Employee Retirement Income Security Act 1981 auch weitreichende Folgen für die betrieblichen Pensionssysteme, die bis dahin - ähnlich wie die deutschen Betriebsrenten - vorwiegend aus Leistungszusagen des Arbeitgebers bestanden hatten. Zusätzlich zu der individuellen Altersvorsorge nach IRA (Individual Retirement Account), können Arbeitnehmer bis zu einer bestimmten Einkommenshöhe eine Kombination der IRA-Anlagen mit ebenfalls steuerbegünstigten Arbeitnehmer-Vorsorgeplänen vornehmen.

Als steuerbegünstigte Arbeitnehmer-Vorsorgepläne, die in Pensionsfonds sparen oder selber welche sind, wurden von der amerikanischen Bundesregierung eine Reihe von Programmen aufgelegt, der prominenteste und wohl bis heute am stärksten nachwirkende ist der 401(k)- Plan (Salary Reduction Plans 401-k). Laut diesem Artikel 401(k) des Einkommensteuergesetzes kann ein Arbeitnehmer bis zu 10.000 Dollar pro Jahr (1998) steuerfrei von seinem Einkommen in einen betrieblichen Pensionsplan einzahlen. Ein Teil der Prämie kann auch vom Arbeitgeber gezahlt werden

Dieser staatliche Pusch für die Pensionsfonds sorgte zum einen maßgeblich für die Verbreitung von Investmentfonds. Mehr als die Hälfte der heutigen Fondsbesitzer soll seine Anteile über Pensionspläne erworben haben.⁴⁴ Da die Pensionsfonds zudem besonders aktiv in Aktienanlagen

⁴⁴ Jürgen Baur, a.a.O., S. 152.

sind - zuvor hatten Geldmarktfonds zeitweise einen Marktanteil von fast 75 Prozent - beflügelten sie besonders Aktienfonds und mittelbar Aktienkurse und Börsen.

Die amerikanischen IRA's und 401(k)-Pläne enthalten aus Sicht der europäischen Investmentbranche wesentliche Merkmale moderner Alterssicherung:

- sie sind übertragbar und daher nicht an ein Unternehmen gebunden;
- sie lassen die individuelle Wahl der Anlageform zu;
- es gilt die nachgelagerte Besteuerung;
- die Abdeckung sogenannter biometrische Risiken ist nicht obligatorisch;
- die Kapitalauszahlung ist ebenso möglich wie die Verrentung.

Vielleicht das wichtigste Merkmal aus Sicht der Finanzbranche ist allerdings der **Verzicht auf feste Leistungszusagen**. In den Vereinigten Staaten sind inzwischen rund die Hälfte aller Pensionsfonds „defined contribution“, das heißt, festgelegt ist nicht eine spätere Leistung in Höhe einer Summe X, sondern nur die Höhe der monatlichen Einzahlung. Der Trend geht also eindeutig in Richtung dieser Beitrags-Pensionsfonds. Diese werden nun von der deutschen Finanzbranche gefordert. Der tatsächliche Ertrag im Rentenalter hängt dann vom Geschick des Pensionsfonds oder der von ihm beauftragten Kapitalanlagegesellschaft ab. Seit den achtziger Jahren wächst in den USA der Anteil dieser beitragsorientierten Pensionsfonds. Die Zahl der Mitglieder dieser Pläne soll von zehn auf dreißig Millionen angestiegen sein.

In Europa spielten diese beitragsorientierten Pensionsfonds bislang lediglich in Dänemark eine größere Rolle. Inzwischen findet in Europa ein Umdenken statt. Von der Finanzwirtschaft wird dies begrüßt. Dadurch könne die Kapitalanlage wesentlich freier vorgenommen werden, als im alten sicherheitsorientierten System.

Cafeteria-Prinzip

Noch eine weitere Besonderheit bietet das nordamerikanische Regelsystem, es gilt das sogenannte Cafeteria-Prinzip: Die **einzelnen Arbeitnehmer dürfen dabei über die Anlage ihrer Pensionsgelder mitentscheiden**. Diese Möglichkeit besteht bei den 401(k)-Plänen, bei denen zwischen unterschiedlichen Anlageschwerpunkten und somit zwischen unterschiedlichen Risiko-Profilen entschieden werden kann. Dies geschieht nach der Formel „je höher der Anteil von Aktien, desto größer das Risiko“ und umgekehrt.

Weitgehend unbedrängt, so scheint es, durch rechtliche Regelungen und öffentliche Aufsicht haben größere US-Pensionsfonds aufgrund ihrer beträchtlichen Sparanlagen einen „**erheblichen**

Einfluss auf dem Kapitalmarkt“, schreibt die Deutsche Bank.⁴⁵ So sei die Entwicklung ganzer Marktsegmente, wie Risikokapital oder Unternehmensanleihen, ohne diese institutionellen Investoren „kaum vorstellbar“, meint die Deutsche Bank. Allerdings hat die „Macht“ von gewerkschaftsnahen, kirchlichen und universitären Pensionsfonds zur raschen Entwicklung **alternativer Geldanlagen** geführt, die in Deutschland kaum den Kinderschuhen entwachsen sind. Der moralische oder politische Impetus solcher Pensionsfonds hat zu kräftigen Investitionen in ökologisch oder sozial engagierte Firmen geführt - vom Sonnenstrom bis zum Eiscremeproduzenten.

⁴⁵Deutsche Bank Research, Pensionsfonds für Europa, Frankfurt am Main Oktober 1999, S. 18.

II.c Thesen

Vorschlag der EU-Kommission ist ein Anfang.

Der im Oktober von der EU-Kommission veröffentlichte Richtlinienvorschlag für Pensionsfonds weist grundsätzlich in die richtige Richtung. Eine einheitliche europäische Regulierung über Mindeststandards wäre sowohl für die Entwicklung des Binnenmarktes als auch für die schutzbedürftigen Anleger immerhin ein erster Schritt nach vorne. Über die Inhalte wäre jedoch zu streiten. Insbesondere fehlen klare quantitative Festlegungen für die Anlagepolitik und eine Bestandsgarantie für die eingezahlten Beiträge. Hierzu, wie generell zum Verbraucherschutz, wären die Vorschläge des Europäischen Parlaments⁴⁶ wesentlich stärker zu berücksichtigen.

Pensionsfonds begünstigen soziale Schieflage.

In den Vereinigten Staaten und in EU-Ländern sind es mehr oder weniger kleine soziale Minderheiten, die in den zusätzlichen Genuss einer Betriebsrente oder eines Pensionsfonds kommen. In keinem EU-Land wird in der Rentendiskussion hinreichend an Arbeitslose, an Kinder erziehende Eltern und an andere finanziell schwache Sozialgruppen gedacht. Für solche Menschen sind auch die Pensionsfonds nicht vorgesehen. Zudem sind es andererseits im Regelfall allein Großunternehmen und Konzerne, die Betriebsrenten und Pensionsfonds anbieten können. Sie sehen dies als Mittel „des Wettbewerbs um Arbeitskräfte“, so ein Konzernsprecher. Kleine- und mittlere Unternehmen sowie Gewerbebetriebe tun sich daher in allen Ländern schwer mit der zweiten Säule bzw. mit Pensionsfonds. Im Ergebnis tragen daher die bisher praktizierten Pensionsfonds-Systeme in USA, Großbritannien und mit Einschränkungen in den Niederlanden zu einer weiteren sozialen Differenzierung bei.

Obendrein besteht die Gefahr eines Machtmissbrauchs im betriebliche Alltag, auf jeden Fall entstehen weitere Abhängigkeiten für die abhängig Beschäftigten. Die Deutsche Bank formuliert den selben Sachverhalt positiv: „Über ihre Funktion bei der Mitarbeiterwerbung hinaus ist die betriebliche Altersvorsorge ein geeignetes Instrument, um die Leistungsmotivation der Mitarbeiter zu stärken und deren Bindung an das Unternehmen zu festigen.“⁴⁷

Nutzen versprechen Pensionsfonds als Neugeschäft für die Finanzbranche.

Es sind insbesondere Banken und ihre Investmentgesellschaften, die sich für Pensionsfonds und Investmentfonds als Instrumente der Altersvorsorge stark machen. Sie versprechen sich davon nicht allein einen höheren Umsatz mit denen von ihnen vertriebenen Finanzprodukte - dies

⁴⁶ Siehe Europäisches Parlament, Bericht über die Mitteilung der Kommission zu einem Binnenmarkt für die zusätzliche Altersversorgung, a.a.O.

⁴⁷ Deutsche Bank Research, Pensionsfonds für Europa, Frankfurt am Main Oktober 1999, S. 15.

übrigens in Konkurrenz zur Assekuranz -, sondern auch eine Stärkung der europäischen Finanzmärkte in Konkurrenz mit den USA. „Eine betriebliche kapitalgedeckte Altersvorsorge stärkt und integriert die europäischen Finanzmärkte“, behauptet beispielsweise die Deutsche Bank in ihrer programmatischen Studie „Pensionsfonds für Europa“.⁴⁸

Mit meinem Hinweis auf die elementaren wirtschaftlichen Interessen will ich allerdings nicht grundsätzlich gegen eine private Nutzung dieser speziellen Investmentprodukte für die spätere Rente argumentieren. Voraussetzung für eine breite Akzeptanz der Pensionsfonds-Idee ist vor allem der Erhalt einer starken ersten Säule in der Altersvorsorge Europas. Erst wenn allen (!) Erwerbstätigen - auch außerhalb der Großbetriebe -, allen Arbeitslosen und den Kinder erziehenden Eltern eine angemessene Versorgung für ihr Alter zugestanden wird, verdienen ergänzende, riskante Rentenmodelle eine Chance als Ergänzung.

Effizienz der Kapitalmärkte für private Renten nutzen.

Wie sinnvoll eine höhere Rendite für die Altersversorgung gerade für kleinere und mittlere Einkommen ist, demonstriert ein beliebiger langfristiger Renditevergleich. Lebensversicherungen und Zinsprodukte schneiden dabei schlechter ab als Aktienanlagen. Aber bislang blieb die Finanzbranche eine befriedigende Antwort auf die Zentralfrage schuldig: „Wie kann das eingezahlte Geld gegen Verluste geschützt werden?“ In der aktuellen bundesdeutschen Rentendiskussion haben Banken und Investmentfonds eine Absicherung des eingezahlten Kapitals grundsätzlich abgelehnt. Das Risiko bei Pensionsfonds sollen daher die Unternehmen oder sogar deren Arbeitnehmer tragen. Eine Absicherung, so die Finanzbranche, würde auf Kosten der Renditen gehen.⁴⁹

Generell ist dieser Einwand durchaus berechtigt. Allerdings sind die vom Banken- und Investmentverband vorgerechneten Kosten für eine Absicherung - dafür müsste eine Art von Versicherungsleistung zugekauft werden - nach meinen Überschlagsrechnungen deutlich zu hoch angesetzt.⁵⁰ Vor allem aber wiegt das Kostenargument nach seinem politischen Gewicht hin deutlich weniger als das potentielle Risiko eines teilweisen oder gänzlichen Kapitalverlustes vor oder gar im Rentenalter. Warum also nicht unter dem Deckel der bisherigen öffentlichen Rentensysteme eine effektivere Kapitalverwaltung?

⁴⁸ Deutsche Bank Research, Pensionsfonds für Europa, Frankfurt am Main Oktober 1999, S. 1.

⁴⁹ Siehe neben diversen Pressemitteilungen der Verbände bspw. Bundesverband deutscher Banken, Wege zur kapitalgedeckten Alterssicherung - Ein Diskussionsbeitrag zur aktuellen Rentendebatte, Berlin November 2000 und Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften, Alterssicherung: BMA-Konzeption prinzipiell richtig, jedoch verbesserungsbedürftig - Mit AS-Investmentrente doppelt so hohe Zusatzrente erreichbar, Presseerklärung vom 21.6.00.

⁵⁰ Vgl. ebenda. Zu den Schwächen der üblichen Finanzprodukte siehe Hermannus Pfeiffer, Die Wege zur privaten Rente, in: Nürnberger Nachrichten, 24.10.00. Keines der marktüblichen Produkte entspricht den Forderungen der Bundesregierung nach Kapitalsicherheit oder Transparenz.

III. Ausblick

Investmentfonds und Pensionsfonds bieten für weite Teile der Bevölkerung die Chance, an einer positiven Entwicklung der Kapitalmärkte in einem gewissen Umfang teilzuhaben, nicht mehr, nicht weniger. Steht auf der einen Seite die **Rendite**-Chance und eine ordentliche **Liquidität**, steht auf der anderen Seite das **Risiko** - und das ist hoch. Schon der Rückblick auf die sechziger und siebziger Jahre zeigt uns, dass Börsen und Finanzmärkte keineswegs ein Perpetuum mobile eingebaut haben, dass Kursgewinne garantiert. Fast zwei Jahrzehnte lang stagnierten damals die Kurse.

Aber es bestehen auch theoretische Bedenken. Aktien- und Wertpapierkurse können keineswegs bis in den Himmel klettern.

- Langfristig können Kurse (und Zinsen) nur in dem Umfang steigen, wie die allgemeine wirtschaftliche Leistungskraft zunimmt. Dies würde zukünftig einen realen, also inflationsbereinigten Kursgewinn von etwa 3 bis 5 Prozent erlauben.
- Von dieser Grundregel können nur einzelne oder einige wenige Aktien nach oben hin abweichen, entweder, weil diese Unternehmen außerordentliche Gewinne machen oder weil ihr Kapital durch die Übernahme anderer Firmen sogenannte Zentralisierungsgewinne einfährt.

Im Wesentlichen zeigt sich dieser Trend bereits: Über Jahrzehnte schnitten die Kurse der großen Konzerne, wie sie im DAX oder Dow Jones Euro-STOXX 50 zusammengefasst sind, besonders erfolgreich ab. Die Zahl ihrer Aktien ist aber selbstverständlich ziemlich klein. Auch dies wirft ein Problem auf:

- Würde zukünftig ein erheblicher Teil der gesellschaftlichen und privaten Ersparnisse in Investmentfonds und Pensionsfonds umgeschichtet, würde eine gewaltige Nachfrage nach den raren Spitzen-Aktien ausgelöst. Deren Kurse würden unangemessen klettern und eine Spekulationsblase aufblasen.

Diese Blase muss irgendwann platzen, und könnte dann die „kapitalgedeckten“ Teile der Rente gefährden, weil das Kapital dann die Rente nicht mehr hinreichend abdeckt. Wie realistisch solche Sorgen sind, bewies im Jahr 2000 der „Neue Markt“. In diesem Börsensegment werden viele Werte der sogenannten Neuen Ökonomie notiert. Diese innovativen Firmen aus den Bereichen Internet, Gentechnik oder Medien erlebten ihr Waterloo, als ihre Aktienkurse auf ein Drittel des Wertes am Jahresanfang sanken. Jetzt stellen wir uns einmal vor, unsere Rente hängt an diesen talwärts rasenden Aktienkursen fest.

Ein herzliches Dankeschön gilt der Dokumentation der Wochenzeitung DIE ZEIT.

Zu besonderem Dank bin ich verpflichtet gegenüber Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel, des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen, des Bundesverbandes deutscher Banken, des Bundesverbandes Deutscher Investment-Gesellschaften, des Deutschen Instituts für Altersvorsorge, der Dresdner Bank AG, der Stiftung Warentest sowie der Verbraucherzentralen.

Dank gilt auch meinen Gesprächspartnern in Investmentgesellschaften.

© 2000 Dr. Hermannus Pfeiffer, Pressebüro Finanzdienstleistungen Hamburg, Sudeckstraße 1, 20249 Hamburg.

Die in diesem Gutachten enthaltenen Informationen beruhen auf Quellen, die ich für zuverlässig halte. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben kann trotzdem nicht übernommen werden, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Weder ich noch das Pressebüro Finanzdienstleistungen Hamburg übernehmen irgendeine Haftung für die Verwendung dieses Textes oder den Inhalt.