

Verschmähte Innovation

Die als Alternative zum Spezialfonds beziehungsweise zum Luxemburger SICAV oder zur irischen ICVC geschaffene deutsche Investment-AG kommt trotz ihrer Vorteile nicht so richtig vom Fleck. Auch zwei Jahre nach ihrer Einführung kann von Boom keine Rede sein.

Um heutzutage die Bedeutung einer Sache auf dieser Welt richtig einschätzen zu können, muss man nur ihren Namen „googeln“. Wer in das Suchfeld der weltweit führenden Suchmaschine „deutsche Investment AG“ eingibt, erntet 1170 Ergebnisse. Sucht man hingegen nach „SICAV“, spuckt Google mehr als 1,7 Millionen Einträge aus. Und damit ist auch schon klar, dass die Investment-AG nach deutschem Recht auch zwei Jahre nach ihrer Schaffung weitgehend bedeutungslos ist. Die „SICAV – made in Germany“ ist damit bereits zum zweiten Mal gescheitert, denn die Investment-AG wurde schon einmal, nämlich 1998, eingeführt. Auch unter den damaligen Bedingungen hatte der Markt keinerlei Ambitionen gezeigt, dieses Vehikel zu nutzen. Eine Rolle spielte davor und danach in Deutschland



nur die vertragsrechtliche Form für Investmentfonds, das Sondervermögen.

Dass überhaupt die Idee geboren wurde, nach dem Vorbild anderer Staaten unterschiedliche Rechtsformen für Fondsprодукte anzubieten, lag an dem Umstand, dass viele Jahre lang reichlich deutsches

stellen seither einen klaren Trend zu Onshore-Strukturen fest. Seit der Liberalisierung fließt wieder viel Fondsvermögen zurück nach Deutschland“, beobachtet Clemens Schuerhoff von Kommalpha Institutional Consulting. Jedoch hat die Tatsache, dass das Vermögen nach Deutschland zu-

»Wir haben jetzt ein breites Angebot: SICAV und FCP aus Luxemburg und Investment-AG und Sondervermögen aus Deutschland.«

Markus Neubauer, Geschäftsführer Universal-Investment

Anlegerkapital in luxemburgische Investmentvehikel abfloss. Offenbar schienen die Rahmenbedingungen dort attraktiver zu sein. Mit dem Investmentänderungsgesetz (InvÄndG) 2007, das am 28. Dezember 2007 in Kraft getreten ist, besserte der deutsche Gesetzgeber daher nach. Und völlig wirkungslos war das auch gar nicht: „Wir

rückfließt, mit der Investment-AG nichts zu tun, denn dort kommt es nicht an. Das wäre auch gar nicht möglich, weil es davon bisher nur 21 Exemplare gibt.

Besser als die SICAV?

Dieses geringe Interesse an der deutschen „Aktiengesellschaft mit variablem Kapital“ ist insofern bedauerlich, als sie dank der Verbesserungen mindestens genauso „gut“ ist wie ihr Luxemburger Vorbild – in einzelnen Punkten wurde sie nach dem Urteil von Fachleuten sogar flexibler gestaltet. So erklärt Gabriele Wetzl vom Branchenverband BVI: „Jetzt ist die Rücknahme und Neuausgabe von Aktien problemlos möglich, die Fremdverwaltung ist erlaubt und die Bildung von Teilfonds kein Problem. Zudem gibt es eine Emission zweier unterschiedlicher Aktienklassen: einerseits die Unternehmensaktien, das sind Anteile des Fondsinitiators mit Stimmrecht, und andererseits die Anlageaktien, das sind Anteile der Anleger.“ Diese Differenzierung nach Stimmrechten gibt es bei der luxemburgischen SICAV nicht. Die Verbesserungen

Internationale Begriffsvielfalt

Vertragsrechtliche und gesellschaftsrechtliche Rechtsformen für Fonds.

Vertragsrechtliche Fondsformen

Domizil-Land	Rechtsform	Abkürzung	Offen/Geschlossen
Luxemburg	Fonds Commun de Placement	FCP	Offen
UK	Unit Trust	UT	Offen
Irland	Unit Trust	UT	Offen
USA	Mutual Fund	--	Offen

Gesellschaftsrechtliche Fondsformen

Domizil-Land	Rechtsform	Abkürzung	Offen/Geschlossen
Luxemburg	Société d'Investissement à Capital Variable	SICAV	Offen
Luxemburg	Société d'Investissement à Capital Fixe	SICAF	Geschlossen
UK	Open-Ended Investment Company	OEIC	Offen
UK	Investment Trust	IT	Geschlossen
Irland	Investment Company with Variable Capital	ICVC	Offen
USA	Closed-End Fund	CEF	Geschlossen

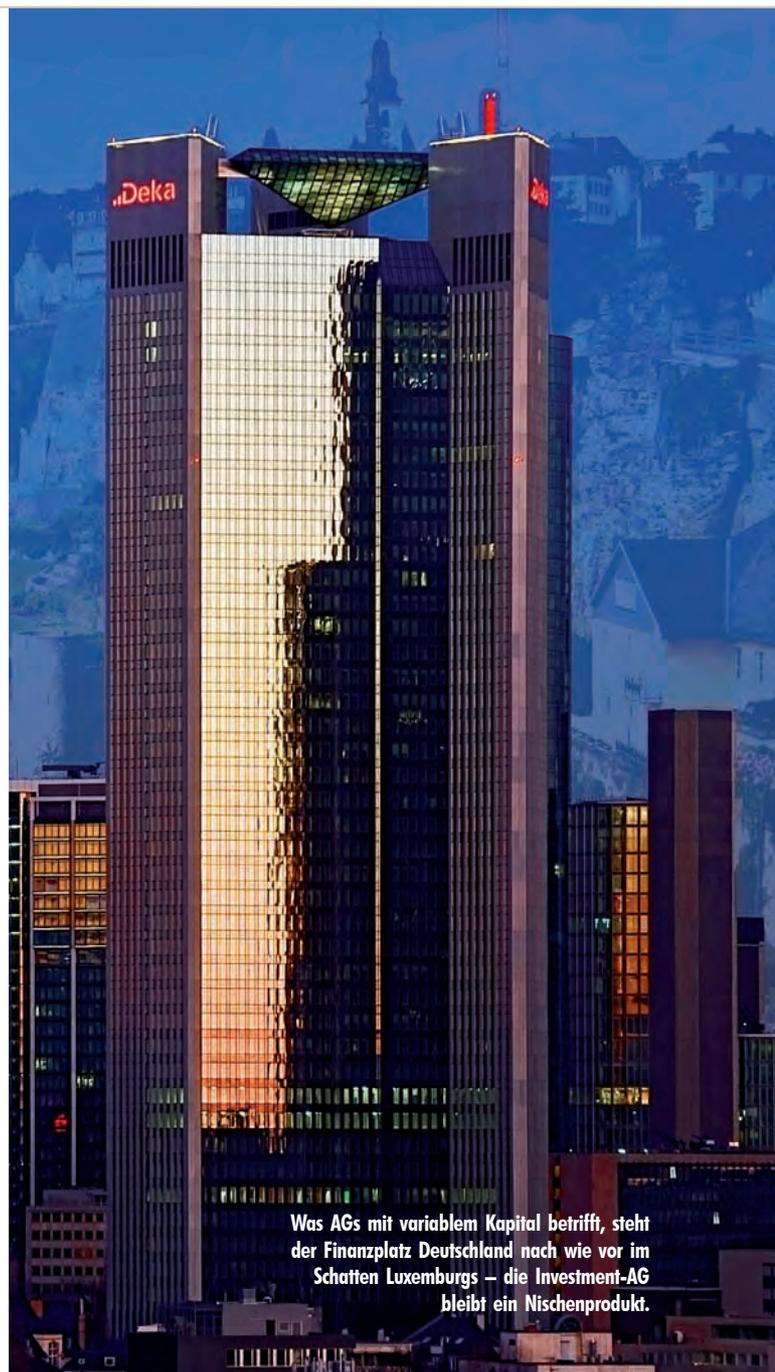
In anderen Ländern existieren gesellschafts- und vertragsrechtlich organisierte Fonds schon länger. Quelle: eigene Recherchen

durch das InvÄndG 2007 sind also durchaus praxisrelevant. Investment-AGs müssen seither nicht mehr selbst verwaltet werden, sondern können die Verwaltung an eine inländische KAG auslagern. Das kann die Gründungsdauer eines neuen Fonds sowie Aufwand und Kosten verringern. Außerdem wurde geregelt, dass das Investmentgesetz als Spezialgesetz Vorrang vor dem Aktiengesetz hat mit der Folge, dass eine Investment-AG nicht wie eine konventionelle AG über ein starres Grundkapital, sondern über ein flexibles Gesellschaftskapital verfügt. „Das Gesellschaftskapital entspricht jetzt dem Wert des Nettogesellschaftsvermögens und ist damit variabel. Vorher gab es bei jeder Kapitalmaßnahme sehr formale Anforderungen wie zum Beispiel das Zustimmungserfordernis des Aufsichtsrats, was einfach nicht praktikabel war“, meint Alexandra Dreibus von der Anwaltssozietät Freshfields Bruckhaus Deringer. Und BVI-Expertin Wetzel spricht zweckoptimistisch vom „großen Potenzial zur Stärkung des deutschen Investmentstandortes“ – allein, die deutsche Fondsindustrie springt einfach nicht darauf an.

Mit dieser Ignoranz gehen die KAGs übrigens ein Risiko ein, das ihnen vermutlich gar nicht bewusst ist: Sie machen die Politik gegen ihre Forderungen nach rechtlichen Verbesserungen immun. Ex-Finanzminister Peer Steinbrück mahnte auf dem Institutional Money Kongress im Februar: „Wie heftig wurden REITS gefordert, und was wurde uns Politikern im Vorfeld erzählt, welches Volumen dieses Vehikel nach Deutschland ziehen würde. Und dann kam so gut wie nichts.“

Als Alternative zum Spezialfonds geeignet

Zu den wenigen deutschen Fondsgesellschaften, die das Thema tatsächlich aktiv vorantreiben, zählt die Universal-Investment. Die KAG hat sich auf die Verwaltung von Drittfonds spezialisiert und macht dabei auch die Rechtsform der Investment-AG nutzbar. „Die Investment-AG ist für internationale Vermögensverwalter und institutionelle Investoren als Alternative zum Spezialfonds oder zu luxemburgischen Anlageformen sehr interessant geworden“, meint Markus Neubauer, Geschäftsführer von Universal-In-



Was AGs mit variablem Kapital betrifft, steht der Finanzplatz Deutschland nach wie vor im Schatten Luxemburgs – die Investment-AG bleibt ein Nischenprodukt.

Eine kurze Liste deutscher Investment-AGs

Auch Hedgefonds und ETFs können die Rechtsform Investment-AG nutzen.

Investment-AG	Sitz
Activis Investment-AG TGV	Neuss
AlgoPool InvAG i. Gr.	Köln
Allianz Global Investors Investmentaktiengesellschaft mit TGV	Frankfurt a. M.
Ampega Investment Aktiengesellschaft	Hannover
AVANA Investmentaktiengesellschaft mit TGV	München
AVANA II Investmentaktiengesellschaft mit TGV	München
AVANA III Investmentaktiengesellschaft mit TGV	München
DB Advisors Investmentaktiengesellschaft mit TGV	Frankfurt a. M.
Deka Investors Investmentaktiengesellschaft mit TGV	Frankfurt a. M.
EURUGA INVESTMENT Aktiengesellschaft	Düsseldorf
Euvestor Investment Aktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital	München

Investment-AG	Sitz
FPM Deutsche Investmentaktiengesellschaft mit TGV	Frankfurt a. M.
HSBC INKA Investment-AG TGV	Düsseldorf
Humboldt Multi Invest Investmentaktiengesellschaft mit TGV	Frankfurt a. M.
iShares (DE) I Investmentaktiengesellschaft mit TGV	München
Kerdos Investment-AG TGV	Düsseldorf
Investmentaktiengesellschaft für langfristige Investoren TGV	Bonn
Luxembourg Financial Group Investmentaktienges. mit TGV	Frankfurt a. M.
PB Spezial- Investmentaktiengesellschaft mit TGV	Frankfurt a. M.
Siemens Spezial-Investmentaktiengesellschaft mit TGV	Frankfurt a. M.
Universal-Investmentaktiengesellschaft mit TGV	Frankfurt a. M.

vestment. Ob er es selbst glaubt, wenn er sagt: „In den nächsten zwei bis drei Jahren sind in diesen Vehikeln zweistellige Milliardenbeträge zu erwarten“, ist schwer einzuschätzen. Damit er Recht behält, müsste schon einiges passieren, denn in den Statistiken des BVI wird das Volumen der Investment-AGs zwar nicht gesondert ausgewiesen, das Volumen der bisher 21 Vehikel dürfte aber vernachlässigbar sein. Ein Blick nach Luxemburg zeigt jedoch, was möglich wäre: Dort sind beide Rechtsformen üblich. Hinsichtlich der Fondszahl überwiegen die FCPs (1907 FCPs gegenüber 1533 SICAVs), während beim Volumen die SICAVs voran liegen (1234 Milliarden Euro in SICAVs gegenüber 602 Milliarden in FCPs).

Neubauer hebt drei Punkte hervor, die seiner Meinung nach die Investment-AG für institutionelle Investoren besonders interessant machen: erstens die flexible Auflage weiterer Fonds, zweitens die bessere Anerkennung im Ausland und drittens schließlich die starke Rechtsposition des Investors. Ein besonders praxisrelevanter Vorteil ist die Möglichkeit, schnell und ohne langwierigen Gründungsaufwand neue Teilfonds aufzulegen. Die einzelnen Teilgesellschaftsvermögen (TGV) – in Luxemburg werden sie „Compartements“ genannt – sind haftungs- und insolvenzrechtlich voneinander separiert, und für jedes Einzelne kann bei Bedarf eine unterschiedliche Depotbank oder ein anderer Asset Manager gewählt werden. „Das ist ein Vorteil gegenüber der luxemburgischen SICAV. Hier muss dieselbe Depotbank für sämtliche Compartements einer SICAV gewählt werden“, erklärt Neubauer.

Die internationale Anerkennung der Investment-AG war es, die neben Univer-

sal-Investment eine weitere Gesellschaft bewogen hat, sich für diese Rechtsform stark zu machen. Martina Reichl, Vorstandsmitglied bei BlackRock AM Deutschland, berichtet: „Mit unseren iShares ETFs in vertragsrechtlicher Form gibt es in den Vertriebsländern Österreich, Schweiz, Frankreich und Luxemburg keinerlei Probleme. Aber in Großbritannien konnten wir dafür keinen Distributorstatus erhalten. Mit der Rechtsform der Investment-AG werden wir aber auch in Großbritannien problemlos als Distributor anerkannt. Wir überlegen aktuell, auch unsere bestehenden ETFs in die Investment-AG zu verschmelzen.“

Außerhalb Deutschlands tut man sich nämlich schwer, die vertragsrechtliche Form des deutschen Sondervermögens zu verstehen. „Im Ausland ist die gesellschaftsrechtliche Form des Investmentfonds mit einer eigenen Rechtspersönlichkeit sehr gebräuchlich“, so Katja Simone Wulfert, Anwältin bei Freshfields, und Schuerhoff ergänzt: „Insbesondere die Kontrollzwänge im Sinne des Vier-Augen-Prinzips zwischen der Depotbank und der KAG sind im Ausland schwer vermittelbar.“ Für Asset Manager, die einen internationalen Vertrieb im Auge haben, bietet hier die Investment-AG also handfeste Vorteile.

Die bessere internationale Anerkennung der gesellschaftsrechtlichen Form könnte auch Auswirkungen steuerlicher Art haben. Investmentfonds können im Rahmen von Doppelbesteuerungsabkommen die im Ausland einbehaltene Quellensteuer (zum Teil) zurückholen. „Die Investment-AG kann sich aufgrund ihrer Rechtsform auf die von Deutschland abgeschlossenen Doppelbesteuerungsabkommen berufen und die darin vorgesehenen Quellensteuervergünstigungen im Ausland beanspruchen. Bei In-

vestmentfonds, die als Sondervermögen organisiert sind, verlangen manche Länder hingegen, dass die Abkommensvorteile im Namen der Anleger geltend gemacht werden. Daran kann in der Praxis vor allem bei Publikumsfonds die Quellensteuerreduzierung scheitern“, führt Dr. Tillman Kempf ins Feld, Steuerexperte bei Freshfields.

Der letzte Punkt, den Neubauer als Vorteil anführt, ist die stärkere Rechtsposition des Anlegers. Bei der gesellschaftsrechtlichen Form hat der Eigentümer die Einflussmöglichkeiten des Gesellschaftsrechts, insbesondere das Stimm- und Rederecht bei der Hauptversammlung. Je nach Stimmenmehrheit kann dies zwar eine Stärkung der Rechtsposition des Anlegers bedeuten, allerdings ist bisher nichts von solchen Einflussnahmen zu hören gewesen. Die „Macht“ wird also offenbar nicht ausgespielt, oder falls doch, dann nur im Verborgenen.

Praxistaugliche Rechtsform

Bei genauer Betrachtung stellt sich also durchaus heraus, dass die Investment-AG eine praxistaugliche Rechtsform für deutsche Fonds darstellt. Die Vorteile gegenüber dem Sondervermögen mögen zum Teil eher weicher Natur sein, aber über Nachteile hat niemand berichtet – zumindest nicht nach den Anpassungen des Investmentgesetzes vor zwei Jahren. Asset Manager, die einen internationalen Vertrieb anstreben, profitieren von der besseren internationalen Anerkennung des gesellschaftsrechtlichen Vehikels. Dass die deutsche Fondsbranche das Vehikel nicht intensiver nutzt, ergibt das Bild einer ständig fordernden, aber nicht liefernden Branche. 

Bedingungen für Investment-AGs (§§ 96–111a InvG)

Das Investmentänderungsgesetz 2007 hat praxisnahe Erleichterungen für Investment AGs gebracht.

- Gesellschaftskapital entspricht dem Gesellschaftsvermögen (§ 96 Abs. 1a InvG)
- Die Investment-AG kann eine KAG als Verwaltungsgesellschaft benennen (§ 96 Abs. 4 InvG)
- Gesellschaftskapital: Mindestanfangskapital 300.000 Euro, nach 6 Monaten mind. 1,25 Mio. Euro (§ 96 Abs. 4 InvG)
- Ausgabe von Unternehmensaktien mit Stimmrechten in der HV und stimmrechtslose Anlageaktien für Investoren mit rein finanziellen Interessen
- Es kann auch die Umbrella-Konstruktion gewählt werden (§ 100 InvG)
- Sacheinlagen sind unzulässig, sondern es gilt: Ausgabe von Aktien nur gegen Zahlung des Ausgabepreises (§ 103 InvG)