

Investmentgesellschaften - Instrument der Eigentumsbildung

Der Investmentgedanke scheint in der Bundesrepublik an Boden zu gewinnen. Zu der seit 1949 in München bestehenden Allgemeinen Deutschen Investmentgesellschaft sind jetzt zwei ähnliche Institute in Frankfurt getreten; wie man hört, werden weitere Gründungen geplant. In den Fachausschüssen des Bundestages wird an einem Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften gearbeitet; Grundlage bildet der *Neuburger*-Entwurf vom 9. Juli 1955, der sich im wesentlichen mit dem schon im Sommer 1953 eingebrachten Antrag des gleichen Abgeordneten deckt, der in der Endphase des ersten Bundestages allerdings nicht mehr zur Behandlung kam.

Verschiedene Faktoren sind es, die zum Wiederaufleben der auch in der Weimarer Zeit in Deutschland nicht unbekanntesten Investmentbestrebungen geführt haben. Für die *gesetzliche* Regelung hat die *sozialpolitische Zielsetzung* ausschlaggebend zu sein. Sie besteht darin, die Kapitalanlagegesellschaften zu einem wirksamen Instrument der Eigentumsbildung der Arbeitnehmer zu machen. Diese Gesellschaften sollen dem unselbständig Erwerbstätigen den Zugang bahnen zu der vergleichsweise sichersten, einträglichsten und bestimmenden Eigentumsform in der modernen Wirtschaftsgesellschaft, der Unternehmensbeteiligung; und zwar frei von der Notwendigkeit einer direkten Bindung an den arbeitgebenden Betrieb und unter Bedingungen, die die Startchancen des vielberufenen „kleinen Sparer“ verbessern. Die Ausgangsposition des einzelnen Arbeitnehmers zum Erwerb von Kapitaleigentum ist dadurch ungünstig, daß es sich jeweils um begrenzte Einkommensteile handelt, die er der Kapitalbildung zuführen kann; weiter dadurch, daß ihm keine ausreichenden Erfahrungen in Effektenangelegenheiten zur Verfügung stehen und ihn Verluste bei der schmalen Einkommensbasis unverhältnismäßig hart treffen müssen; und schließlich dadurch, daß der Arbeitnehmer-Investor gegebenenfalls schnell und plötzlich gezwungen sein kann, seine Anlagewerte aus dringendem persönlichem Bedarf einzulösen. Die Investmentgesellschaften werden mithin in ihrer Kapitalsammel-, Kapitalanlage- und Kapitalverwaltungsfunktion der besonderen Lage der Arbeitnehmer Rechnung zu tragen haben. Vor allem darf mit ihrer Zwischenschaltung keine Benachteiligung des kleinen Sparer verbunden sein; im Gegenteil ist hier eine Gleichstellung des Käufers von Investmentanteilen mit dem unmittelbaren Erwerber von Wertpapieren anzustreben.

Sozialpolitische Zielsetzung

1. Die Investmentgesellschaften fungieren als Sammelbecken für die kleinen Kapitaleinlagen. Die aufgekommene Mittel legen sie in börsengängigen Wertpapieren an. Eigentümer der Anlagewerte (zuzüglich der zum Anlagevermögen gehörigen Geldmittel) sind die Kapitaleinleger zur gesamten Hand. Die Anteilscheine (Zertifikate) an der Investmentgesellschaft, die der einzelne Einleger erwirbt, sind nicht auf einen Nennwert (in D-Mark) bezogen, sondern nach Bruchteilen auf das gesamte Anlagevermögen der Gesellschaft. Die Grundeinheit für die Stückelung der Anteilscheine ist so niedrig zu wählen (50 oder 100 DM), daß wirklich ein Zugang für die Masse der Lohneinkommensbezieher gegeben ist. Der Erwerb der Zertifikate kann praktisch bei jedem Geldinstitut erfolgen; die Formalitäten sind nicht komplizierter als etwa eine Einzahlung auf das Sparkassenbuch. Die Anteilscheine werden als reine Inhaberpapiere ausgestellt.

Die Ausgabe der Anteilscheine darf weder gesellschafts- noch wertpapiersteuerpflichtig sein. Hinzu kommt der Anreiz, daß der Erwerb von Anteilscheinen als steuerbegünstigter Kapitalansammlungsvertrag zu gelten hat.

2. Die Anlagepolitik der Investmentgesellschaften muß unter dem vordringlichen Ziel

stehen, das Risiko der Einleger, das sich freilich nicht total ausschalten läßt, auf ein tragbares Maß herabzudrücken. Dazu gehört die zwingend vorgeschriebene Mischung der Anlagewerte (insbesondere zwischen Aktien und festverzinslichen Papieren), ihre Streuung

nach Wirtschaftszweigen und -gebieten und ihre sachkundige, elastische Verwaltung. So widerspräche es dem Wesen der Kapitalanlagegesellschaft, beim Ankauf oder beim Abstoßen von Wertpapieren spekulative Kursbewegungen einzelner Werte mitzumachen oder auch sich an typischen Neuerungsunternehmen zu beteiligen. Ausschlaggebend ist die gesetzliche Vorschrift, daß die Gesellschaft auf keinen Fall ihr eigenes Anlagevermögen über einen bestimmten Hundertsatz hinaus (etwa 5 bis 10 vH) in Werten *eines* Unternehmens binden darf. *Nicht* gerechtfertigt scheint es jedoch, *darüber hinaus* die Investmentgesellschaft in ihrer Beteiligung an einem einzelnen Unternehmen zu beschränken, etwa auf einen bestimmten Prozentsatz von dessen umlaufenden Aktien. Eine solche Maßgabe hat mit Risikominderung wenig zu tun; sie müßte die Beweglichkeit der Anlagepolitik und die Ertragschancen der Einleger ungebührlich einengen; die Gefahr der Machtzusammenballung, die immer im zwischenbetrieblichen Vergleich, also hier mit anderen Banken, zu werten ist, kann kein durchschlagendes Argument sein.

Dem Risikoausgleich, der durch Vielzahl und Mischung der Anlagewerte im Fonds der Gesellschaft erreicht wird, entspricht natürlich auf der anderen Seite eine relativ gleichmäßige und für alle Einleger gleiche Ertragschance. Die Erträge der gesamten Anlagewerte, zu deren Ausschüttung die Gesellschaft verpflichtet sein muß, werden zu gleichen Teilen auf die Zahl der ausgegebenen Anteilscheine umgelegt. Es ist kein Grund zu sehen, warum nicht auch realisierte Kursgewinne und Erlöse aus der Verwertung von Bezugsrechten und Gratisaktien ausgeschüttet werden sollten.

Die Kapitalertragsteuer wird von den Erträgen der Anlagewerte insgesamt einbehalten; die Ausschüttung auf die Anteilscheine selbst bleibt steuerfrei.

3. Die Investmentgesellschaft muß gehalten sein, Anteilscheine zurückzukaufen. Ohne diese Möglichkeit kann dem Arbeitnehmer die Kapitaleinlage kaum zugemutet werden. Der Rücknahmepreis errechnet sich in der gleichen Weise wie der laufende Ausgabepreis: Nettowert des gesamten Wertpapierbestandes, der durch die jeweils letzten Börsennotierungen der Werte ermittelt wird, einschließlich der zum Anlagevermögen gehörigen Barbeträge geteilt durch die Gesamtzahl der ausgegebenen Anteilscheine abzüglich bzw. bei der Ausgabe zuzüglich eines angemessenen Unkostenbeitrages (bei den bestehenden Instituten gemeinhin 3 vH). Die Vertragsbedingungen der Gesellschaften müssen die Errechnung des Ausgabe- und Rücknahmepreises genau umschreiben; es scheint uns nicht angemessig, den Rücknahmepreis einfachhin von den „Verkaufschancen“ der Anlagewerte aus dem Gesellschaftsfonds abhängig zu machen¹⁾.

Die Ausgabe und Rücknahmebedingungen für die Anteilscheine verhindern es zu ihrem Teil, daß sich ein selbständiger spekulativer Kurs der Zertifikate herausbildet²⁾. Bei ihrer reinen Kapitalverwaltungsfunktion ist es der Investmentgesellschaft verboten, Nebengeschäfte zu machen; sie ist weder Kredit- noch Spekulationsbank und macht als Gesellschaft keine Gewinne. Im börsentäglichen Kurs der Anteilscheine spiegelt sich recht gut die allgemeine konjunkturelle Entwicklung wider. Darin liegt nicht zuletzt der Vorteil dieser Art von Kapitalanlage gegenüber dem Kontensparen: Während der Geldsparer bei inflatorischer Entwicklung, die in den spätkapitalistischen Wirtschaftssystemen vorzuherrschen tendiert, einen echten Verlust erleidet, bleibt die *effektive* Kaufkraft der Investmenteinlagen mehr oder minder stabil; mögliche Kursrückgänge in der Depression

1) Daß der Einleger die Rücknahme seiner Anteilscheine unter festgelegten Bedingungen verlangen kann, kann natürlich zu einer harten Auflage für die Gesellschaft werden. Bei normalem Geschäftsgang werden die Abgänge nur einen Bruchteil der Neueingänge ausmachen; im übrigen steht die vorgeschriebene Kassenreserve zur Verfügung. Müssen Effekten aus dem Fonds der Gesellschaft abgestoßen werden, so verändert sich automatisch der Nettowert des Wertpapierbestandes, von dem die Errechnung des Rücknahmepreises abhängt. Kommt es zu einem „Sturm auf die Schalter“, so können freilich Verluste der Einleger entstehen, je nach Börsenlage und Umfang der abzustößenden Pakete.

2) Es kann als unwahrscheinlich gelten, daß sich große Kapitalgeber nennenswert für Anteilscheine dieser Art interessieren (kein unmittelbares Stimmrecht in den Unternehmen; Ausgleich der Ertragslage im Schnitt des gesamten Wertpapierbestandes).

sind Nominalverluste und lassen sich bei der Zusammensetzung des Anlagevermögens der Investmentgesellschaft in erträglichen Grenzen halten³).

Die sozialpolitische Zielsetzung erfordert es, die Investmentgesellschaft von steuerlichen Lasten freizuhalten; dem kleinen Kapitaleinleger darf durch die Zwischenschaltung einer Einrichtung, die treuhänderisch für ihn die Anlagewerte verwaltet, keine zusätzliche Belastung entstehen. So ist es geboten, die Investmentgesellschaft als Kapitalverwaltungsinstitution von der Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer oder Vermögenssteuer auszunehmen; für den Erwerb von Wertpapieren durch die Gesellschaft sollte die Börsenumsatzsteuer entfallen.

Die Betriebsmittel, die die Gesellschaft benötigt, sind relativ gering. Die vorgesehene Höhe der Entschädigung für die laufenden Verwaltungskosten muß in den Vertragsbedingungen angegeben werden (bei bestehenden Instituten z. B. 1/20 der Bruttoerträge des Fonds je Jahr, ausgenommen realisierte Kursgewinne). Es liegt auf der Hand, daß abgesehen von der Qualität der Anlagepolitik die kostengünstige Verwaltung zu einem berechtigten Konkurrenzpunkt unter mehreren Gesellschaften wird.

Betriebsmittel einerseits, angeschaffte Effekten (einschließlich der zum Anlagevermögen gehörigen Geldmittel) andererseits sind getrennt zu verwahren und auszuweisen; die als Gegenwert für die Kapitaleinlagen beschafften Wertpapiere sind nicht eigene Mittel der Gesellschaft, sondern Treuhandvermögen, das ausschließlich für die Ansprüche der Anteilsscheininhaber haftet. Dagegen rechnet das zur Gründung einer Investmentgesellschaft eingebrachte Grund- oder Stammkapital — die Rechtsform der Aktiengesellschaft oder der GmbH ist zwingend vorzuschreiben — zu den Betriebsmitteln, in die vollstreckt werden kann. Nimmt man schließlich noch die besondere Genehmigungspflicht für die Gründung und Aufsichtsbefugnis über die Verwaltung der Investmentgesellschaften durch den Staat einschließlich der Publizitätsvorschriften hinzu, so erscheint eine optimale Sicherung des kleinen Kapitaleinlegers erreicht.

Nachteil der reinen Treuhandlösung

Dennoch ist die reine Treuhandlösung mit einem Nachteil behaftet. Die Kapitaleinleger haben auf die Leitung der Geschäfte der Investmentgesellschaft keinen Einfluß. In der Regel sind es Bankgruppen, die eine solche Gesellschaft gründen; als Aktionäre bestellen sie Vorstand und Aufsichtsrat der Gesellschaft; der Vorstand übt das Stimmrecht für die in ihrem Fonds befindlichen Wertpapiere aus; er ist für die Anlagepolitik und Verwaltung im Rahmen der gesetzlichen Vorschriften und Vertragsbedingungen allein den Aktionären der Gesellschaft verantwortlich. Das ist im Hinblick auf die Eigentümerfunktion der Anteilsscheininhaber nicht sonderlich günstig.

Natürlich ließen sich andere Verwirklichungen des Investmentgedankens vorstellen, z. B. eine rein aktienrechtliche Lösung, bei der der Anteilsscheininhaber unmittelbar Aktionär der Gesellschaft würde. Der Durchführung einer solchen Lösung stehen indessen unverhältnismäßig große Schwierigkeiten entgegen: für die Sicherung der Einleger, die Fungibilität der Anteile und eine vorteilhafte steuerliche Behandlung; ihre Überwindung müßte eine tiefgreifende Änderung des Aktienrechtes erforderlich machen. So kann die aktienrechtliche Lösung kaum eine echte Alternative darstellen.

Demgegenüber ließe sich eine Modifikation der reinen Treuhandlösung dadurch erreichen, daß bei der Verwaltung der Investmentgesellschaften *Beiräte der Anteilsscheininhaber* gebildet werden⁴). Einen gewissen Schritt in diese Richtung scheint uns eine der

3) Ist der Arbeitnehmer nicht gezwungen, seine Anteile zu verkaufen, kann er vielmehr die konjunkturelle Aufwärtsentwicklung abwarten, so gleichen sich die Nominalverluste wieder aus. Es kommt mithin darauf an, daß der Investmentsparer wirklich Eigentum bilden kann und seine Einlage mehr als ein Notgroschen ist. Damit stellt sich die Frage nach der Quelle dieser Eigentumsbildung.

4) Natürlich lassen sich handlungsfähige Beiräte nur im Wege der Repräsentation bilden. Aber das ist für die moderne Wirtschaftsgesellschaft überall eine institutionelle Notwendigkeit.

bestehenden Gesellschaften zu tun, indem sie Änderungen der Vertragsbedingungen an die Zustimmung der Versammlung der Anteilhaber bindet. Der hier vorgeschlagene Beirat als ständige Vertretung der Anteilhaber könnte darüber hinaus in die grundsätzlichen Entscheidungen über die Anlagepolitik, den Verwaltungsaufwand und die Entlastung des Vorstandes eingebaut werden. An ausländischen Vorbildern fehlt es dafür nicht. In den Vereinigten Staaten haben sich zudem Kleinaktionärorganisationen gebildet, die den Interessen ihrer Mitglieder Nachdruck zu verschaffen suchen.

Die gesetzliche Regelung sollte die Einrichtung solcher Beiräte zumindest als Sollvorschrift vorsehen. In der Ausgestaltung ihrer Funktion könnten z. B. Investmentgesellschaften, die von den Gewerkschaften nahestehenden Banken gegründet werden, vorbildlich sein. Das hätte nicht zuletzt auch hinsichtlich der Ausübung des Stimmrechtes für die in ihrem Fonds befindlichen Wertpapiere zu gelten. Auch hierin könnte eine besondere Anreizwirkung bestimmter Investmentinstitute bestehen.

Quelle der Eigentumsbildung?

Die Einrichtung von Investmentgesellschaften solcher Art kann als ein echter sozialpolitischer Fortschritt angesehen werden. Als zeitgerechtes Instrument sind sie für die Eigentumsbildung der Arbeitnehmer in der modernen Wirtschaftsgesellschaft unerlässlich.

Natürlich bleibt die Frage der hinreichenden Quelle der Eigentumsbildung davon unberührt. Von ihrer Lösung aber hängt es letzten Endes ab, ob der eröffnete institutionelle Weg tatsächlich zum Ziele einer durchschlagenden Streuung des Eigentums in der modernen Wirtschaftsgesellschaft führt, und zwar entscheidend des Eigentums am volkswirtschaftlichen Produktionsmittelapparat.

Steht als Quelle der Eigentumsbildung nur der Konsumlohn hergebrachter Prägung zur Verfügung, so wird das Investmentsparen in gewissem Umfang in Konkurrenz treten mit dem Kontensparen.

Eine zusätzliche Quelle wäre durch eine massive Senkung der Lohnsteuertarife zu eröffnen; der Entschluß dazu könnte um so eher getroffen werden, wenn sichergestellt ist, daß die Masse der frei werdenden Einkommensteile der volkswirtschaftlichen Kapitalbildung zugeführt wird.

Möglicherweise werden auch Gewinnbeteiligungspläne der einzelnen Unternehmen sich über das Investmentsparen leichter verwirklichen lassen.

Ausschlaggebend für den Erfolg der Eigentumsbildung in Arbeiterhand aber ist der Investitionslohnanteil, mit dem der Arbeitnehmer am Substanzzuwachs der Unternehmen beteiligt wird. Ohne diese Quelle werden die Investmentbestrebungen für die *gesellschaftspolitische* Zielsetzung der Eigentumsbildung ein Torso bleiben.

JOSEF PIEPER

Der Mensch hat ein unverzichtbares Recht auf so viel an Besitzgütern, als er zu einem eigentlich „menschlichen“ Leben braucht. — Zu einem „menschlichen“ Leben aber gehört mehr als die Fristung des körperlichen Daseins; denn der Mensch ist geistig-sittliche Person mit einem naturrechtlichen Anspruch auf die eigene Vollkommenheit. — Zu einem „menschlichen“ Leben gehört außerdem ein gewisses Maß von Existenzsicherheit. Sie erst macht die planmäßige Gestaltung des eigenen Lebens möglich, durch die sich der Mensch vom Tier unterscheidet. — Eine Gewähr dieser Existenzsicherheit aber liegt, soweit es dafür überhaupt eine Gewähr gibt, für den Lohnarbeiter vor allem in der „Vermögensbildung und damit im Bereich der Eigentumsverhältnisse.