



Die Selbststeuerung von Spezialfonds durch institutionelle Investoren

Bekanntlich sind die Zeiten für die Kapitalanlage für Versicherungen, Pensionskassen und andere institutionelle Anleger nicht leicht. Das Niedrigzinsumfeld macht das Finden neuer Lösungen notwendig. Doch damit nicht genug, auch von der regulatorischen Seite sind die für das Kapitalanlagemanagement Verantwortlichen zu einem Umdenken aufgefordert. Eine neue Chance für die Investmentaktiengesellschaft?

Kaum hat man die Neuerungen, die mit der Umsetzung der AIFM-Richtlinie (Richtlinie für die Manager alternativer Investmentfonds) im neuen Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) zu berücksichtigen waren, abgearbeitet, müssen neue Anforderungen gemeistert werden: Die neue Anlageverordnung muss umgesetzt werden und ab Januar 2016 steht Solvency II vor der Tür. Diese Umbruchsituation wird von vielen institutionellen Anlegern genutzt, um die Struktur der Kapitalanlage zu überdenken und auf ihre Zukunftsfähigkeit zu überprüfen.

Der Spezialfonds wird europäisch

Bislang werden die Mittel institutioneller Investoren zu einem erheblichen Teil in Spezialfonds angelegt. Der Fondsbranche ist es gelungen, dieses bewährte Anlagevehikel über die Einführung des KAGB hinwegzuretten. Als sogenannte „Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen“ hat es zwar seinen griffigen Namen eingebüßt, aber der Fortbestand ist gesichert. Neu ist indes, dass dieser Fondstyp nunmehr als sogenannter „alternativer Investmentfonds“ im Sinne der europäischen AIFM-Richtlinie einzuordnen ist. Somit ist damit zu rechnen, dass neben der BaFin auch die europäische Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA die Aufsicht über Spezial-AIF führt. Doch wenn sich Europa einschaltet, ist auch Vorsicht geboten. Es muss damit gerechnet werden, dass man nationale Besonderheiten einer genaueren Prüfung unterzieht und sie gegebenenfalls nicht mehr duldet. Denn schließlich ist es die Aufgabe der ESMA, für eine einheitliche Anwendung der europäischen Richtlinien in allen EU-Staaten zu sorgen.

Hat die „Selbststeuerung“ auch in Europa Bestand?

Eine solche nationale Besonderheit ist in Deutschland die häufig praktizierte direkte Einflussnahme institutioneller In-

vestoren auf die Anlage ihrer in Spezialfonds angelegten Mittel. Diese – oft auch als „Selbststeuerung“ benannte – Vorgehensweise könnte zukünftig kritischer gesehen werden. Denn schließlich sieht das KAGB – wie im Übrigen auch schon das zuvor geltende Investmentgesetz – vor, dass eine Einflussnahme auf das Fondsmanagement nur durch solche Berater oder Verwalter zulässig ist, die als Kredit- bzw. Finanzdienstleistungsinstitut oder als Kapitalverwaltungsgesellschaft lizenziert sind. Diese Anforderungen erfüllen Versicherungsunternehmen oder Pensionskassen als institutionelle Anleger nicht, sodass ihnen – nimmt man das Gesetz genau – die Möglichkeit der unmittelbaren Einflussnahme auf das Fondsmanagement verwehrt ist. Etwas anderes gilt nur, wenn sie über eine entsprechend lizenzierte Gesellschaft im Konzernverbund verfügen oder die neu geschaffene Möglichkeit einer Ausnahmegenehmigung der BaFin nutzen. Das Gesetz berücksichtigt nicht, dass es sich bei dem Vermögen in dem Fonds um Mittel des institutionellen Anlegers handelt und er diese Mittel im Wege der Direktanlage, das heißt ohne Nutzung eines Fonds, selbstständig anlegen könnte. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass die ESMA diesen Regelungen des Investmentrechts kompromisslos Geltung verschafft.

Es bliebe dem Anleger lediglich die Möglichkeit, im Vorfeld durch die Vereinbarung der Anlagerichtlinien oder in gewissen Zeitabständen als Mitglied des Anlageausschusses mittelbar Einfluss auf die Kapitalanlage im Fonds zu nehmen. Dieser Einfluss ist allerdings auf die strategische Asset-Allokation beschränkt und umfasst nicht die tägliche Kapitalanlage, wie es bei der „Selbststeuerung“ häufig praktiziert wird.

Die Kapitalverwaltungsgesellschaften und Asset-Manager könnten einer solchen Entwicklung – wenn sie denn kommen sollte – gelassen, ja erwartungsfroh entgegensehen. Denn dann führte kein Weg daran vorbei, auch ihre Leistung im Bereich der Kapitalanlage in Anspruch zu nehmen. Doch institutionelle Investoren, die die Einflussnahme im Wege der „Selbststeuerung“ auch zukünftig praktizieren wollen, werden gegebenenfalls nach Alternativen Ausschau halten, mit denen sie ihre direkte Einflussnahme sichern können.

Die Investmentaktiengesellschaft bringt einmal mehr nicht die Lösung

Sucht man nach solchen Alternativen, dann wird schnell die Investmentaktiengesellschaft vorgeschlagen. Dieser Fonds im „Kleide“ einer Aktiengesellschaft ist nach wie vor ein „Ladenhüter“. Immer öfter wird er jetzt aber auch von Kapitalverwaltungsgesellschaften ins Spiel gebracht, wenn deren Kunden eine stärkere Einflussnahme auf ihre Fonds wünschen. Ist nun die Zeit für die Investmentaktiengesellschaft gekommen?

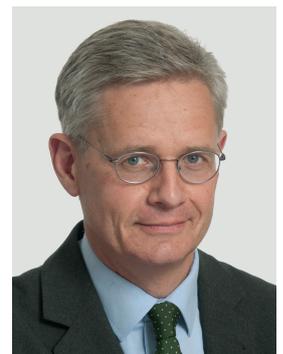
Dies mag auf den ersten Blick der Fall sein, wenn man bedenkt, dass dem Investor bei diesem Fondstypus ein stärkerer Einfluss auf den Fonds als bei Spezial-AIF oder dem alten Spezialfonds gesichert ist. Denn bei der Investmentaktiengesellschaft gibt es neben den „Anlageaktien“, dem wirtschaftlichen Pendant zu den klassischen Fondsanteilen, auch die sogenannten „Unternehmensaktien“. Letztere verbriefen das Eigentum an der Aktiengesellschaft und die Einflussnahme auf den Vorstand. Hält der institutionelle Investor auch diese Unternehmensaktien, dann kann er den Vorstand ernennen und abberufen und so einen erheblichen Einfluss auf diesen ausüben.

Doch Vorsicht, die Kapitalanlage darf der Vorstand der Investmentaktiengesellschaft nur dann selbst durchführen, wenn es sich um eine intern verwaltete Investmentaktiengesellschaft handelt. Eine solche benötigt allerdings wiederum eine BaFin-Lizenz. Diese ist vergleichsweise aufwendig und vergleichbar mit der Lizenz für eine normale Kapitalverwaltungsgesellschaft. Folglich ist dann zu erwägen, gleich eine solche zu gründen und somit größere Handlungsspielräume zu haben als bei einer Investmentaktiengesellschaft.

Eine nahe liegende Alternative bietet dann die extern verwaltete Investmentaktiengesellschaft. Sie benötigt keine Lizenz der BaFin. Bei ihr muss der Vorstand eine lizenzierte externe Kapitalverwaltungsgesellschaft mit der Verwaltung des Investmentvermögens beauftragen. Das führt dazu, dass dem institutionellen Anleger die Möglichkeit zur unmittelbaren Einflussnahme auf die Kapitalanlage im Fonds genommen wird. Denn für die externe Kapitalverwaltungsgesellschaft gelten die gleichen Anforderungen wie bei der Verwaltung eines normalen Investmentvermögens ohne gesellschaftsrechtliches „Kleid“. Folglich kann der institutionelle Investor bei der extern verwalteten Investmentaktiengesellschaft nur über die Unternehmensaktien einen etwas stärkeren mittelbaren Einfluss auf die Auswahl des Asset-Managers ausüben. Zudem bleibt ihm auch hier die Möglichkeit, diesen Einfluss in wirtschaftlicher Hinsicht auszuüben, indem er seinen Anteil veräußert, wenn die verwaltende Kapitalverwaltungsgesellschaft seinen Wünschen nicht entsprechen sollte, bzw. dies in Aussicht stellt.

Ausnahmegenehmigung oder Lizenzierung – ohne BaFin geht es nicht

Zusammenfassend ist festzustellen, dass die Investmentaktiengesellschaft einmal mehr keine sinnvolle Alternative ist. Es bleibt dem institutionellen Anleger, der seine Fonds selbst verwalten möchte, am Ende nur die Möglichkeit, selbst eine lizenzierte Gesellschaft zu gründen bzw. zu erwerben oder eine Ausnahmegenehmigung der BaFin von der Lizenzierungspflicht zu erlangen. Dabei ist die Erteilung dieser Ausnahmegenehmigung an Voraussetzungen geknüpft, die ähnlich hohe Anforderungen enthalten, wie sie bei einer Lizenzierung erfüllt werden müssen. Zudem soll verhindert werden, dass die Kapitalverwaltungsgesellschaft durch die Auslagerung des Fondsmanagements zu einer „Briefkastenfirma“ wird. ■



Von Dr. Jochen Eichhorn, Rechtsanwalt,
Lachner Westphalen Spamer Partnerschaft
von Rechtsanwälten mbB