Michael Hauck zum 90. Geburtstag

Am 22. April 2017 hat der Frankfurter Privatbankier, Mäzen und "Stadtgelehrte" seinen 90. Geburtstag gefeiert. Seinen ersten Aufsatz zum Aktienwesen veröffentlichte er vor 57 Jahren in dieser Zeitschrift. Die Redaktion druckt ihn aus diesem feierlichen Anlass nach.

ÜBERLEGUNGEN ZUR AUSSCHÜTTUNGSPOLITIK DER INVESTMENTFONDS

Von Michael Hauck

Die große Bedeutung, die die Investmentfonds in den letzten Jahren gewonnen haben, und deren vergleichende Bewertung hinsichtlich Entwicklung und Ausschüttungspolitik durch die Oeffentlichkeit lassen es wichtig erscheinen, verschiedene Probleme der Investmentfonds zur Diskussion zu stellen. Bei einer von den wirtschaftlichen Gegebenheiten ausgehenden theoretischen Betrachtungsweise kommt man dabei zu Ergebnissen, die von bisherigen Darstellungen und von dem, wie die Formulierung des Gesetztextes ausgelegt wird, auf einigen Teilgebieten abweichen. Hier soll insbesondere die Ausschüttungspolitik der Fonds behandelt werden, und zwar hinsichtlich der sogenannten "Veräußerungsgewinne". Dabei soll die Ausschüttung von Dividenden und Zinsen, die ein Fonds eingenommen hat, auch bei dem vereinfachten Beispiel, außer Betracht bleiben. Erlöse aus Bezugsrechtsverkäufen stellen wir Verkäufen von Aktienanteilen gleich.

Die Bündeltheorie

Eine Fehlerquelle entsteht, wenn man die Erfahrungen aus der Betrachtung eines Einzel-Depots auch für das Fondsvermögen heranzieht. Beim Einzel-Depot handelt es sich um einen Eigentümer. Bei dem Fondsvermögen jedoch handelt es sich um Treuhandeigentum für Zertifikatsinhaber, die in ihrer Zahl und in ihrem Zutrittszeitpunkt variieren. Das Einzeldepot kann wertmäßig ohne weiteres dem Eigentümer zugerechnet werden, während beim Treuhandvermögen immer die Division durch die variierende Zahl der Zertifikate vorgenommen werden muß. Ein Anwachsen des Fondsvermögens bedeutet keineswegs ein Anwachsen des Vermögens pro Zertifikat. Beim Einzeldepot werden Neuanlagen aus eigenen flüssigen Mitteln getätigt. Beim Fondsvermögen werden Neuanlagen auch aus den flüssigen Mitteln Neuhinzutretender vorgenommen. Beim Einzeldepot ist über die liquiden Mittel direkt vom Eigentümer zu disponieren. Beim Fondsvermögen kann ein gewisser Prozentsatz liquider Mittel vorhanden sein, über die aber nicht die Zertifikatsinhaber verfügen können. Beim Einzeldepot kann Gewinn und Verlust aus einer Einzeltransaktion dem Eigentümer zugerechnet werden. Beim Fondsvermögen ist dies durch den variierenden Zeitpunkt des Eintritts des Zertifikatsinhabers nicht möglich.

Die Konstruktion eines Investmentfonds beruht darauf, daß jeder einzelne Zertifakatinhaber einen Bruchteilsanteil am Fondsvermögen besitzt. Eine ähnliche Konstruktion finden wir auch bei den Personengesellschaften, bei denen die Steuer mit der sogenannten Bilanzbündeltheorie operiert. Danach hat jeder einzelne Anteilseigner Anspruch auf einen Bruchteil jedes einzelnen Vermögenswertes. Bringen wir ein Beispiel:

Nehmen wir an, es wird von 100 Personen ein Fonds gegründet; jede von ihnen zahlt DM 1000,— ein. Es werden dafür 50 Aktien der Aktiengesellschaft A und 50 Aktien der Aktiengesellschaft B, beide zu pari, gekauft:

```
DM 50 000,— Aktien A à 100 % = DM 50 000,—

DM 50 000,— Aktien B à 100 % = DM 50 000,—

DM 100 000,—

Wert eines 1/100 Anteils am Fonds = DM 1 000,—
```

Nach einiger Zeit haben sich die Kurse der Aktiengesellschaften A und B erhöht:

```
DM 50 000,— Aktien A à 200 % = DM 100 000,—

DM 50 000,— Aktien B à 150 % = DM 75 000,—

DM 175 000,—

Wert eines ^{1/100} Anteils am Fonds = DM 1750,—
```

Es bewerben sich zum Kurse von $175\,^{0}/_{0}$ weitere 100 Personen. Sie erwerben 100 Zertifikate à DM $1\,750,$ —. Das Fondsvermögen zeigt dann folgendes Bild:

```
Wert der Wertpapiere DM 175 000,— DM 175 000,— DM 175 000,— DM 350 000,— Wert eines ^{1/200} Anteils am Fonds = DM 1750,—
```

Mit den neu zugeflossenen DM 175 000,— werden Wertpapiere der Aktiengesellschaft C gekauft, die 350 % notieren. Der Fonds besteht nunmehr aus:

```
DM 50 000,— Aktien A à 200 % = DM 100 000,—

DM 50 000,— Aktien B à 150 % = DM 75 000,—

DM 50 000,— Aktien C à 350 % = DM 175 000,—
```

Nehmen wir an, daß die Fondsverwaltung einige Zeit später nominal DM 10000,— Aktien A veräußert, und zwar zu dem inzwischen auf 150 % zurückgegangenen Kurs, um den erzielten "Veräußerungsgewinn", der sich aus der Differenz zwischen Einstandspreis von DM 10000,— und Veräußerungserlös von DM 15000,—, also DM 5000,— als "realisierten Kursnutzen" auszuschütten. Es ergibt sich folgendes Bild-

```
vor der Ausschüttung:

DM 40 000,— Aktien A à 150 % = DM 60 000,—

DM 50 000,— Aktien B à 300 % = DM 150 000,—

DM 50 000,— Aktien C à 200 % = DM 100 000,—

Bargeld (DM 10 000,— realisierte

Aktien A à 150 %) = DM 15 000,—

DM 325 000,—

Wert des ½00 Anteils am Fonds = DM 1 625,—

nach Ausschüttung von DM 5 000,—

= DM 25,— pro Zertifikat

Wert eines ½00 Anteils am Fonds = DM 1 600,—

(plus DM 25,— Ausschüttung in bar)
```

Es ist augenscheinlich, daß die neuen Zertifikatsinhaber trotz "Gewinn"-Ausschüttung einen Vermögens-Verlust erlitten haben, während die alten Inhaber sowohl einen Vermögenszuwachs beim Fondsvermögen, als auch einen Liquiditätszuwachs im freien Vermögen verbuchen können.

Eine Zurechnung der einzelnen Fondsvermögensteile auf die einzelnen Zertifikatsinhaber (wie es mit vielen Schwierigkeiten verbunden bei einer Personengesellschaft geschieht, wäre für die Fondsverwaltung unmöglich, da ihr Eigentumsübergänge unter den Zertifikatsbesitzern nicht bekannt werden und sie auch technisch fast unmöglich wäre. Das Beispiel soll nur zeigen, daß

I.) für die alten Zertifikatsinhaber der Eintritt eines neuen einen Verkauf von Bruchteilen der bisherigen Vermögensteile an die neuen Zertifikatsinhaber gegen Bargeld bedeutet..

II.) Erlöse aus Aktienverkäufen über deren Einstandskurs, die vom Fonds her gesehen Gewinne enthalten, für den einzelnen Zertifikatsinhaber noch lange keinen Gewinn beinhalten müssen. Vielmehr gilt für den einzelnen Zertifikatsinhaber als Einstandskurs der Aktien, an denen er Bruchteilseigentum hat, der Tag seines Eintritts in den Fonds. Die Zertifikate hat er ja zu einem Preis erworben, der auf dem Kurs der einzelnen Aktien des Eintrittstages beruhte.

III.) Die Bezeichnung "Veräußerungsgewinn" bezeichnet einen für den Zertifikatsinhaber unerheblichen Tatbestand.

Konstruieren wir noch ein anderes Beispiel:

Der Fondsbestand hat sich wie folgt entwickelt:

DM 50 000,— Aktien A à 300 % = DM 150 000,— DM 50 000,— Aktien B à 500 % \equiv DM 250 000,—

DM 50 000,- Aktien C à 200 % = DM 100 000,-

(Einstandskurs 350 %)

Fondsvermögen

DM 500 000.--

Wert des 1/200 Anteils DM 2500,-(Wert bei Gründung DM 1000,-Wert bei Neuzutritt DM 1750,--)

Die Aktien C erscheinen ohne Zukunft und auch beim Kurs von 200 % noch überhöht. Sie werden verkauft. Anstelle der Aktien C tritt also im Vermögen ein Posten "Bargeld" DM 100 000,- auf. Da das Fondsvermögen (trotz dieses "realisierten Verlustes") stark gewachsen ist, entschließt sich die Verwaltung, eine Barausschüttung vorzunehmen, um den Zertifikatsinhabern liquide Mittel zur Verfügung zu stellen. Dies ist theoretisch möglich, auch ohne daß es sich z. B. für die Neuhinzugetretenen um eine Rückzahlung bei gleichzeitiger Vermögensminderung handelt. Nehmen wir also an, die Ausschüttung wird auf DM 4000,-, d. h. pro Zertifikat auf DM 20,- festgesetzt. Der Wert des Zertifikats sinkt nach dieser Ausschüttung von DM 2500,- auf DM 2480,-. Die Neuhinzugetretenen haben also eine Erhöhung ihres anteiligen Fondsvermögens um DM 730,- pro Zertifikat zu verzeichnen und

Nach dem deutschen Gesetz und den darauf beruhenden Vertragsbestimmungen der meisten deutschen Fonds wäre eine solche Handhabung nicht möglich, da nur die Ausschüttung von "Veräußerungsgewinnen" vorgesehen ist. Um diese Bestimmungen zu erfüllen, müßte in unserem Beispiel die Fondsverwaltung zu einer buchhalterischen Konstruktion greifen, um die Ausschüttung herbeizuführen ohne Änderung der Anlagegrundsätze. Sie würde gleichzeitig neben der beschriebenen Transaktion z. B.

einen Zuwachs ihrer liquiden Mittel um DM 20,- pro Zer-

DM 1000,- Aktien B zu 500 % verkaufen.

Einstandkurs war 100 %, der "Veräußerungsgewinn" also DM 4000,---.

Diese DM 4000,- werden ausgeschüttet.

Dagegen kauft der Fonds aus den Barmitteln, die durch den Verkauf der C-Aktien vorhanden sind, DM 1000,- B-Aktien zu 500 % zurück.

Das Beispiel soll neben I.) und II.) aus dem ersten Beispiel

IV.) die Herkunft der baren Mittel für eine Ausschüttung unerheblich sind. Sie können aus Aktienverkäufen mit oder ohne "Gewinn" oder "Verlust" stammen, sie können auch, wie die Folgerung I.) zeigt, aus Neuplacierungen von Zertifikaten

Wenn die Fondsverwaltung die Aktien B bei 500 % zu teuer erachtet und verkauft hätte, so ergibt sich nach der "Veräußerungsgewinn"-Theorie ein ausschüttbarer Betrag von

DM 250 000,— Erlös ./. DM 50 000,— Einstandspreis

DM 200 000,---,

das sind pro Zertifikat DM 1000,-!

Daraus ergibt sich also, daß

V.) bei stark gestiegenen Kursen die möglichen "Veräußerungsgewinne" so hoch werden, daß die Ausschüttung in ihrer Höhe außerhalb jeder Proportion festgelegt werden kann, und aus I. bis V. ergibt sich

VI.) daß Einstandskurse beim Fondsvermögen für die Ausschüttungspolitik und auch für die Anlagepolitik keine Rolle spielen sollten.

Folgerungen für die Praxis

Wenn wir die theoretischen Folgerungen akzeptieren, so ergibt sich die Frage, nach welchen Gesichtspunkten sich eine Ausschüttungspolitik zu richten hat. Es besteht durchaus die Gefahr, daß eine nicht richtig informierte Öffentlichkeit die Dinge falsch sieht und den Fonds mit hoher Ausschüttung wegen der optisch höheren "Rendite" besser beurteilt. Bei den stark gestiegenen Kursen der letzten Jahre haben fast alle Fonds eine außerordentlich hohe Reserve an realisierbaren "Veräußerungsgewinnen". Es könnte also zu einer Art Konkurrenz kommen, deren Resultate mit wirtschaftlichen Überlegungen oft nicht in Übereinstimmung zu bringen wären und die alle Verantwortlichen lieber vermeiden würden. Man muß vielmehr der Öffentlichkeit klar machen, daß die Rendite aus Dividenden (und Zinsen) bei einem Fonds nicht stark abweichen kann von der Durchschnittsdividende aller Aktien (und Renten, je nach Höhe des Bestandes). Bei Ausschüttungen von "Veräußerungsgewinnen", die wir lieber "Veräußerungserlöse" nennen sollten, muß sich jeder Zertifikatsinhaber klar werden, ob sie für ihn einen Gewinn darstellen. Dabei, wie auch überhaupt bei der Beurteilung von Investmentfonds und Investmentzertifikaten, muß immer das Ganze gesehen werden, nämlich Zuwachs des Vermögens im Zertifikat und Zuwachs der zur freien Verfügung ausgeschütteten liquiden Mittel. Außerdem muß man sich über die beschriebene Optik der Höhe der Ausschüttung von Veräußerungsgewinnen klar wer-

Für die Fondsleitungen aber ergibt sich die Frage, wann und wieviel Veräußerungserlöse sie ausschütten soll. Das "Wann" (gemeint ist natürlich nicht der Monat, sondern die Phase in der Konjunktur) könnte sich nach der Beurteilung der Investitionsmöglichkeiten richten oder aber durch eine Regelmäßigkeit beantwortet werden. Die Frage des "Wieviel" ist wert, gesondert untersucht zu werden. Wir haben an anderer Stelle die Vermutung angestellt, daß die Wichtigkeit der Barausschüttung (seien es Dividenden, seien es Veräußerungserlöse) abnimmt, je kleiner das Vermögen ist, zumindest aber je kleiner im Verhältnis zum sonstigen Einkommen. Dies widerspricht der These, daß gerade der Kleinaktionär "dividendenhungrig" ist, könnte aber u. E. auch empirisch bewiesen werden. Wir wurden auf das Beispiel der Sparbücher hingewiesen. Dort wird der Zins dem Kapital zugeschlagen und der Begünstigte kümmert sich in den seltensten Fällen um eine Abhebung. Er zahlt größere Beträge ein oder hebt größere Beträge ab, d. h. er bildet oder verbraucht Kapital. Die Zinsen helfen, Kapital zu bilden.

Eine Untersuchung dieser Fragen könnte auch interessante Rückschlüsse auf die Bedeutung der "Wuchsaktien" zulassen.

Jedenfalls muß eine Fondsleitung sich Gedanken machen, was wohl der durchschnittliche Zertifikatsinhaber erwartet. Dabei wird es zu begrüßen sein, wenn sich nicht ein Einheitstyp entwickelt, sondern wenn für die ohne Zweifel differierenden Notwendigkeiten differierende Möglichkeiten geboten werden.

Wichtig aber erscheint, daß eine optisch hohe Ausschüttung eines Fonds nicht dazu verführt, ihn besonders gut anzusehen. Eine Beurteilung muß die Gesamtentwicklung pro Zertifikat einschließlich Ausschüttungen der Gesamtentwicklung des Wertpapiermarktes gegenüberstellen.