

# AIFM-Directive – Chancen und Herausforderungen

Uwe Stoschek, Susanne Eickermann-Riepe und Mark Oliver Schachinger

**Europa will den „grauen“ Kapitalmarkt weißer zu machen. Mit der Alternative Investment Fund Manager Directive (AIFMD) sollen auch Geschlossene Fonds reguliert werden. Für die Initiatoren dieser Vehikel bedeutet das erheblichen Mehraufwand und einen signifikanten Eigenkapitaleinsatz. Diese Anforderungen werden nicht alle Fondshäuser erfüllen können, sodass die Autoren eine Marktberreinigung erwarten. Doch sie sehen auch Chancen, weil Investoren transparente Kapitalanlagen bevorzugen und weil durch die europaweit mögliche Vermarktung neue Anlegergruppen zu erschließen sind. (Red.)**

Das Europäische Parlament hat am 11. November 2010 der im Trialog-Verfahren vereinbarten Version der EU-Richtlinie betreffend die Manager von sogenannten Alternative Investment Funds (AIFMD) zugestimmt. Diese wurde in einem äußerst zähen politischen Prozess ausgehandelt. Zahlreiche restriktive Regelungen wie die Verpflichtung der Alternative Investment Funds Manager (AIFM), eigene Mittel in die von ihnen verwalteten Fonds zu investieren, das Verbot jeglicher Unterverwahrung sowie beschränkende Vorgaben zur Auslagerung wurden schließlich nicht in der verabschiedeten Fassung umgesetzt.

Dennoch wird das neue Regelwerk zusammen mit den in den nächsten Monaten stattfindenden Konkretisierungsmaßnahmen der EU-Kommission und der neu zu etablierenden europäischen Behörde ESMA entscheidende Auswirkungen auf die strategische Geschäftsausrichtung sämtlicher Geschäftsmodelle der bekanntermaßen stark diversifizierten alternativen Fondsindustrie haben.

Bedeutung hat die Richtlinie in erster Linie für die betroffenen Manager, aber selbstverständlich auch für die Investoren und Dienstleister, für die sich neue Geschäftsmöglichkeiten ergeben. Hierzu gehört die zukünftig obligatorische Verwahrstelle (bekannt als Depotbank aus dem Investmentgesetz). Aber auch der Vertrieb darf sich darauf einstellen, dass zukünftig hauptsächlich regulierte Anbieter den Markt abbilden, während kleinere, nicht regulierte Anbieter seltener werden dürften oder freiwillig den Standard wählen werden. Die Richtlinie wird in weiteren Level 2-Vorschriften weiter interpretiert und dann in nationa-

les Recht umgesetzt werden. Sie wird Anfang 2013 in Kraft treten.

## Wer ist betroffen?

AIFM oder Verwalter alternativer Investmentfonds sind juristische Personen, deren reguläre Geschäftstätigkeit darin besteht, einen oder mehrere Fonds mit alternativen Anlagen (AIF) zu verwalten. Unter einem AIF oder einem „Alternativen Investmentfonds“ versteht die AIFMD einen Organismus für gemeinsame Anlagen (außer den bekannten Wertpapierfonds nach der OGAW RL 2009/65/EG), der von einer Gruppe von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen der betreffenden Anleger zu investieren.

Reguliert wird der Fondsmanager, da er für finanzielle und Investoren-Risiken verantwortlich ist. Neben Hedge- und Private Equity Fonds sind von der neuen Richtlinie Manager aller Arten von Alternativen Investmentfonds betroffen, sodass insbesondere Geschlossene Immobilienfonds, aber auch Spezial-Sonder-

vermögen nach dem Investmentgesetz durch die neue Regelung vor große Herausforderung gestellt werden. Insgesamt erlaubt die AIFMD eine sehr weite Auslegung und könnte daher auch die Real Estate Investment Trusts (REIT) umfassen, obwohl deren Einbeziehung von dem europäischen Gesetzgeber nicht angestrebt war. Es bleibt abzuwarten, inwieweit der deutsche Gesetzgeber diese Problempunkte bei der Umsetzung ins nationale Recht zutreffend abbildet.

Neben der Frage, wer künftig als Manager Alternativer Investmentfonds der öffentlichen Aufsicht unterliegt, regelt die AIFMD auch Marketing und Vertriebsfragen, nämlich wie Produkte aus Europa oder Drittstaaten innerhalb der EU-Länder angeboten werden können. Dabei darf der AIFM genauso vertreiben wie andere qualifizierte Wertpapierdienstleister nach der Markets in Financial Instruments Directive (MiFID). Die Manager von Produkten, die an professionelle Investoren vertrieben werden, sollen diese nunmehr auch unter Nutzung eines Passes europaweit vermarkten können. Wenngleich sich die Richtlinie in erster Linie an Manager von Produkten für institutionelle Kunden richtet, werden die nationalen Gesetzgeber vergleichbare Standards auch für Retailprodukte erlassen.

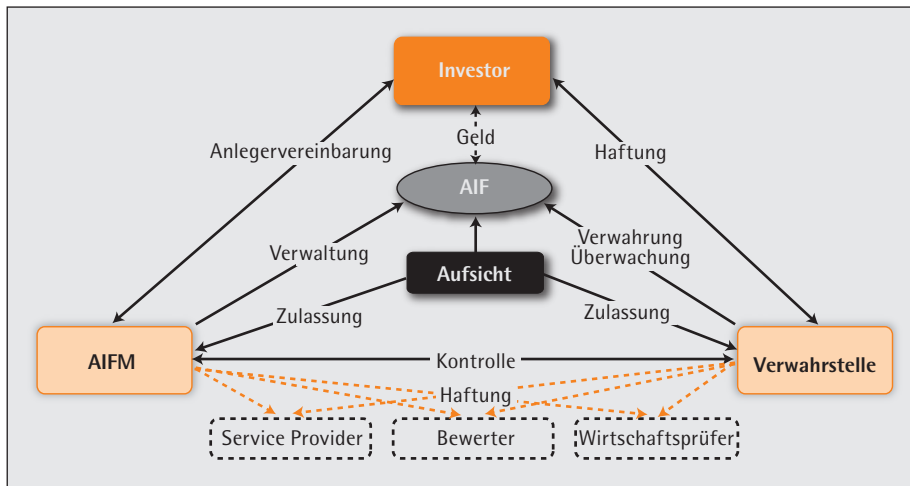
Wenige Ausnahmen vom Anwendungsbereich bestehen insbesondere für Manager, die OGAW-Fonds verwalten, für bereits regulierte Banken und Versicherungen, für bestimmte Holdinggesellschaften sowie für Manager mit einem geringen verwalteten Anlagevolumen von bis zu 100 Millionen Euro oder bei Verwaltung nicht fremdfinanzierter Fonds ohne Rückgaberechte innerhalb von fünf Jahren mit maximal 500 Millionen Euro. Diese Schwellenwert-Lösung ist vor dem Hintergrund möglicher Wettbewerbsverzerrungen kritisch zu betrachten: Die von der Ausnahmeregelung betroffenen Unternehmen werden damit in die Lage versetzt, Dienstleistungen an den Markt zu bringen, die von den regulierten Fonds nicht angeboten werden können. Damit wird der Markt in „regulierte“ und „nicht regulierte“ Fondsmanager gespalten und der jetzige Zustand gleicher Voraussetzungen für alle beiseitigt.

Allerdings kann bereits jetzt in den Reihen institutioneller Investoren festgestellt werden, dass eine gewisse Präferenz für AIFMD-konforme Manager beziehungsweise Fonds bestehen dürfte, denn nur diese liefern den Anlegern die bereits

## Die Autoren

**Uwe Stoschek** ist Global Real Estate Tax Leader und Real Estate Industry Leader EMEA bei PricewaterhouseCoopers (PwC), Berlin. **Susanne Eickermann-Riepe** ist Partnerin im Bereich Asset Management/Real Estate bei PwC, Frankfurt am Main. **Mark Oliver Schachinger** ist Senior Manager im Bereich Tax & Legal bei PwC, Frankfurt am Main.

## Investment-Dreieck



Quelle: PWC 2010

seit längerem geforderte Transparenz der Investmentfonds. Somit können sich möglicherweise Marketingvorteile für sogenannte „First Mover“ im AIFM-Bereich ergeben.

### Zulassungsanforderungen

Ein erheblicher Einmalaufwand betrifft die neuen regulatorischen Registrierungs- und Zulassungsanforderungen der Fondsmanager. Im Zulassungsverfahren besteht die Pflicht zur anfänglichen Übermittlung von detaillierten Informationen über die Geschäftsleiter, die Strategie sowie die beabsichtigten verwalteten Fonds (Verwahrung, Vertragsbedingungen, Auslagerungsvereinbarungen) an die zuständige Behörde des Mitgliedsstaates, die diese wie bei den Kapitalanlagegesellschaften jetzt eingehend prüfen wird. Sie überprüft im weiteren Verfahren mithin, ob der AIFM sämtliche sich aus der Richtlinie ergebenden Verpflichtungen erfüllt. Durch die zusätzlichen Genehmigungs- und Meldepflichten werden sich der Vorbereitungsaufwand und die Kosten der Fondsverwaltung deutlich erhöhen. Beträchtlicher Aufwand ist auch im Zusammenhang mit den Zulassungsanforderungen betreffend die Qualifikation der Mitarbeiter, der IT und Software und insbesondere das Mindestkapital der Fondsmanager zu erwarten.

Die Höhe der Eigenmittel richtet sich nach dem Volumen der verwalteten AIF. Ein AIFM, der ein intern verwalteter AIF ist, muss ein Mindestkapital von 300 000 Euro bereitstellen. Wird ein AIFM zum externen Verwalter eines oder mehrerer AIF bestellt, muss er über ein Anfangskapital von mindestens 125 000 Euro ver-

fügen, wobei dieser Betrag angehoben wird, soweit die Portfolios eine Größe von 250 Millionen Euro überschreiten. Die externen AIFM müssen daher zusätzliche Eigenkapitalunterlegungen von 0,02 Prozent des Betrages, um den der Wert der Portfolios des AIFM 250 Millionen Euro übersteigt, vorhalten. Dabei darf die Gesamtsumme aus Anfangskapital und zusätzlichem Eigenkapitalbetrag zehn Millionen Euro nicht übersteigen.

Beispiel: Verwaltet ein externer AIFM ein Portfolio in Wert von zwei Milliarden Euro, hat er Eigenkapitalmittel in Höhe von 524 950 Euro bereitzustellen. Der Betrag setzt sich zusammen aus dem Anfangskapital in Höhe von 125 000 Euro und den zusätzlichen Eigenmitteln in Höhe von 399 950 Euro. Die Höhe der zusätzlichen Eigenmittel beträgt 0,02 Prozent von EUR 1 999,75 Millionen Euro (2,0 Milliarden Euro abzüglich 250 000 Euro).

### Laufende organisatorische und betriebliche Herausforderungen

Insgesamt werden sehr hohe Qualitätsstandards an die ordentliche Geschäftsführung gestellt, die von dem Wirtschaftsprüfer, der Verwahrstelle und der Aufsicht zu überprüfen sind. Maßgebliche Standards bezüglich der Mindestkapitalanforderungen, Reputation der Fondsmanager und sonstiger bei der Zulassung geprüfter Voraussetzungen sind laufend aufrechtzuerhalten und können bei Nichteinhaltung zum Entzug der Erlaubnis führen. Treten Veränderungen im Hinblick auf die vom Fondsmanager verwalteten AIF ein, sind die neuen Informationen der zuständigen Aufsichtsbehörde zu melden. Schwerpunkte

der Aktivitäten, das heißt Geschäftspläne und Geschäftsstrategien, muss die Geschäftsführung des Fondsmanagements nicht nur gegenüber den Aufsichtsbehörden, sondern auch gegenüber den Investoren offenlegen.

Zusätzlich müssen Strategien zur Vermeidung von Interessenskonflikten und Implementierung effektiver Risiko- und Liquiditätsmanagementsysteme umgesetzt werden. Ähnlich den Vorgaben des § 80b Investmentgesetz muss das Risikomanagement alle Risiken, die in Bezug auf die jeweils gewählte Investmentstrategie auftreten können, umfassen. Die Mittelverwendungskontrolle wird nun durch eine Verwahrstelle oder Depotbank ausgeführt. Damit wird auch für die Geschlossenen Fonds die Einbindung dieser neuen Institution relevant. Diese nimmt nicht nur Pflichten für die Verwaltung liquider Mittel wahr, sondern hat auch eine generelle Überwachungsfunktion mit ausgeprägten Haftungsregelungen. Eine kostensenkende Auslagerung (Outsourcing) wird möglich sein, jedoch mit entsprechenden Kontrollanforderungen versehen. Hierdurch dürfen keinesfalls Haftungslücken auftreten.

Die Initiatoren werden auch die individuellen Vergütungsstrukturen vollkommen überarbeiten müssen, da für die Vergütung des für Risiken verantwortlichen Personals vergleichbare Regelungen wie für Banken eingeführt werden. Die Regelungen sind sehr detailliert. Hier sind bei Geschlossenen Fonds die Auswirkungen auf die Struktur der „weichen Kosten“ noch zu klären.

Weiteren organisatorischen Herausforderungen und Kostensteigerungen begegnen die Fondsmanager im Hinblick auf die Bewertung und Anteilspreisberechnung der verwalteten Fonds. Diese können entweder durch den Fondsmanager selbst (mit externer Überprüfung) oder eine externe unabhängige Bewertungsstelle erfolgen und sind in einer Häufigkeit vorzunehmen, die den Anlagen und dem Ausgabe- und Rücknahmeturnus des jeweiligen Fonds gerecht wird, mindestens jedoch einmal jährlich. Erfolgt die Bewertung durch den AIFM, schreibt die Richtlinie vor, dass die Bewertungsaufgabe von der Portfolioverwaltung und Vergütungsmethodik funktionell zu trennen ist.

Die hohen Anforderungen an Qualität, Organisation und Integrität der Fondsmanager sowie prüfbare Risikomanagement- und Bewertungsprozesse können zu einer Marktberichtigung bei den Geschlossenen Fonds führen. Die zusätz-

lichen Kosten werden letztlich von den Initiatoren oder Investoren getragen, müssen aber vorfinanziert werden. Die Rentabilität der Produkte wird schnell mittels neuer Modelle überprüft. Sicherlich wird der Investor für erhöhte Sicherheit einen Abschlag für den Return hinnehmen müssen.

Gibt es Bestandsschutz? Zwar werden Manager bezüglich ihrer bereits platzierten Fonds nicht sofort der Aufsicht unterworfen, aber dies gilt natürlich nicht für neue Produkte. Letztlich werden zukünftig das Geschäftsmodell und die Organisation des Fondshauses insgesamt den Unterschied ausmachen.

### Ausblick und Chancen

Alles reguliert, alles im Griff? Das wird sich zeigen. Jedenfalls wird der graue

Markt weißer werden und nachhaltige Geschäftsmodelle bei Fondsmanagern werden die Regel, Eintagsfliegen werden es schwer haben. Das dürfte auf der anderen Seite kleineren Anbietern den Start erschweren, so werden neue Marktteilnehmer ohne Anschub häufig sicher nicht in den Markt kommen. Investoren können sich auf die Qualität des Anbieters, die einheitliche Darstellung von Risiken und die „Chancen“ der angebotenen Produkte konzentrieren.

Für Immobilienbewerter entstehen neue Herausforderungen und erhöhte Haftungsrisiken gegenüber Anlegern. Ein Markt für Anbieter der Verwahrstellen muss sich insbesondere für Geschlossene Fonds noch entwickeln.

In Deutschland dürfte es Sinn machen, ein neues Gesetzeswerk einheitlich für alle Fondsmanager zu erlassen, das sich

an dem Investmentgesetz ausrichten kann. Dabei können auch noch Regeln für das Produktdesign der Fonds entwickelt werden.

Für Manager von Immobilien-Spezialfonds wird künftig die Möglichkeit von besonderem Interesse sein, die an institutionelle Investoren angebotenen Produkte auch unter Nutzung eines Passes europaweit vermarkten zu können. Für den Retail-Sektor scheidet dies aus.

Insofern müssen Immobilienfondsmanager ihre Produkte klar auf die unterschiedlichen Investoren ausrichten. Es eröffnen sich ferner Chancen für spezialisierte Dienstleister. Das ausgeweitete Zulassungs-, Melde- und Überwachungswesen insgesamt bedeutet aber auch eine große Herausforderung für die zu schaffenden Aufsichtsstrukturen. ■