

Kreditfonds als Alternative zum Transfer von Kreditrisiken

Zahlreiche Kreditinstitute befinden sich aufgrund ihrer knappen Eigenkapitalbasis, negativen Ratingmigrationen sowie erwarteten Wertberichtigungen in einer Phase der Stagnation. Dies beschränkt das Neugeschäftspotenzial, denn weitere risikogewichtete Aktiva (RWA) können nicht mehr uneingeschränkt in die Bilanz genommen werden. Erhöhte regulatorische Anforderungen verstärken diesen Trend. Bei einer weiteren Verschärfung der regulatorischen Eigenmittelunterlegung ist davon auszugehen, dass RWA-Limite das künftige Kreditvergabepotenzial von Banken signifikant beschränken werden. Die Umsetzung von Basel III und andere regulatorische Entwicklungen erschweren es Banken bereits heute, Kredite in Fremdwährungen und solche mit langen Laufzeiten zu kundengerechten Konditionen zur Verfügung zu stellen.

Unzureichende Investitionsmöglichkeiten für institutionelle Investoren

Im Gegensatz dazu sehen sich institutionelle Investoren mit der Situation unzureichender Investitionsmöglichkeiten konfrontiert. Das gilt namentlich für die Versicherungsbranche. Das von den Zentralbanken festgesetzte niedrige Leitzinsniveau und die daraus resultierende niedrige Rendite in den etablierten Anlageklassen erfordern die Erschließung alternativer Anlagemöglichkeiten. Nachdem sich insbesondere Staatsanleihen als ungeeignetes Instrument für eine sichere Anlage erwiesen haben und attraktive andere Anlageklassen kaum zur Verfügung stehen, sind Kreditaktiva zunehmend in den Mittelpunkt der Überlegungen.

Der Transfer bestimmter Kreditrisiken von Banken zu institutionellen Investoren kann daher für alle Beteiligten attraktiv sein: Die Investoren gewinnen Zugang zu den Kreditmärkte-Pipelines der Banken. Gleichzei-

tig können die beteiligten Banken so ihr Neugeschäft durch einen erhöhten Umschlag der Bilanz ausweiten und Provisionserträge erzielen. Im deutschen Markt entwickeln sich gerade neue Instrumente mit dem Ziel, den Markt für den Risikotransfer von Kreditassets nach dem Zusammenbruch der Verbriefungsmärkte zu revitalisieren. Eines der perspektivisch vielversprechendsten Instrumente ist hierbei der Kreditfonds, der in angelsächsischen Ländern schon länger etabliert ist. Aber auch in Deutschland sind mittlerweile einige Kreditfonds aufgelegt worden.

Hierbei ist zu berücksichtigen, dass diese Kreditfonds in einem Umfeld entstehen, in dem sich mehrere regulatorische Spannungsfelder zeitgleich in Bewegung befinden. Die Umsetzung der AIFM-Richtlinie in Deutschland ist mittlerweile abgeschlossen. Am 22. Juli 2013 ist in Deutschland das neue Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) in Kraft getreten, welches das Investmentge-

setz ablöst. Hierdurch wird erstmals ein einheitlicher regulatorischer Rahmen für offene und geschlossene Fonds geschaffen.

Grundstruktur von Kreditfonds

Kreditfonds sind eine spezielle Form eines Anlagevehikels in Kreditrisiken. Hierbei stellt die Bank ihre Bilanz nur kurzzeitig bei der Gewährung eines Kredites und dem Underwriting des Risikos zur Verfügung. Der überwiegende Teil der Kreditrisiken wird durch einen Kreditfonds übernommen, dessen Investmententscheidungen durch einen – von der die Kredite akquirierenden Bank unabhängigen – Fondsmanager getroffen werden. Die Abbildung 1 zeigt exemplarisch die Beteiligten und eine mögliche Grundstruktur eines in Deutschland aufgelegten Kreditfonds.

Da zur Vergabe von Darlehen nach dem Kreditwesengesetz (KWG) eine Banklizenz erforderlich ist und Kreditfonds eine solche grundsätzlich nicht besitzen, bedürfen sie der Kooperation mit einer originierenden Bank (Fronting Bank). Der Kreditfonds kauft die Forderungen zu einem festen Kaufpreis aus den zuvor von der Fronting Bank ausgegebenen Darlehen an. Das Servicing, das heißt die Überwachung von Zahlungseingängen, sowie die weitere Kreditadministration verbleibt bei der Fronting Bank, weil der Fonds typischerweise keine eigenen Konten führen darf und auch kein Personal hierfür vorhalten möchte.

Der dieser Struktur zugrunde liegende Kreditfonds wird regelmäßig als geschlossenes Investmentvermögen aufgelegt sein, da dem Investor kein jährliches Rückgaberecht seiner Beteiligung eingeräumt werden soll. Dieser sogenannte geschlossene Alternative Investmentfonds (AIF) hat die Rechtsform einer Investmentkommanditgesellschaft (InvKG) i.S.v. §§ 149 ff. KAGB,

Dr. Dennis Heuer, Partner, White & Case LLP, Frankfurt am Main, und Dr. Michael Schwalba, Geschäftsführer, Caplantic Alternative Asset Management, Hannover

Die regulatorischen Vorgaben schränken das Kreditvergabepotenzial der Banken ein, und gleichzeitig suchen institutionelle Investoren wie die Versicherer nach neuen Investitionsmöglichkeiten. Vor diesem Hintergrund lenken die Autoren den Blick auf Kreditfonds und erörtern deren Grundstruktur sowie ausgewählte rechtliche Aspekte im Lichte des Mitte dieses Jahres in Kraft getretenen Kapitalanlagegesetzbuches. Bei aller Sympathie für Überlegungen zu neuen Produktvarianten wollen sie die in den vergangenen Jahren erzielten Fortschritte beim Auf- und Ausbau eines verbesserten Risikomanagements des Kreditbestandes nicht vernachlässigt wissen. (Red.)

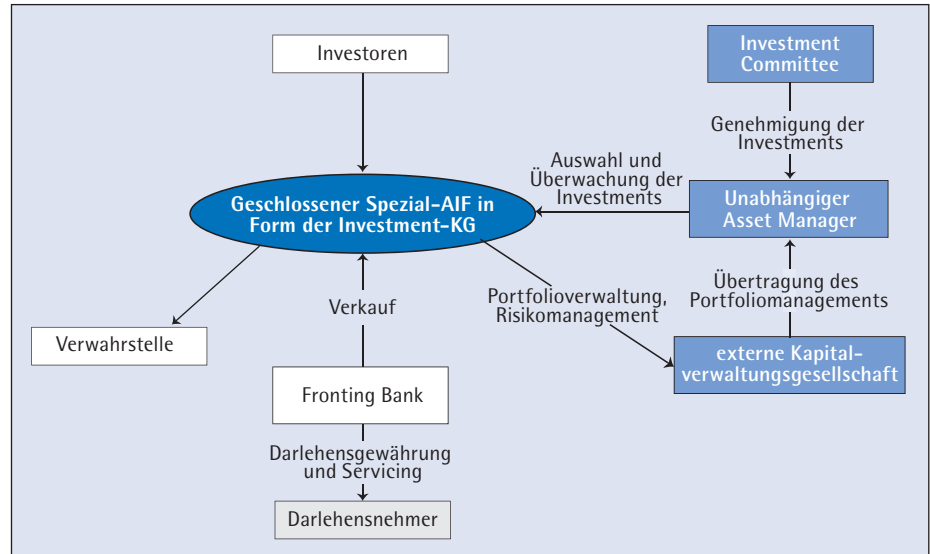
also einer Kommanditgesellschaft (regelmäßig GmbH & Co. KG), die den Vorgaben des KAGB genügen muss. Für die InvKG gilt dabei insbesondere, dass die Haftung der Kommanditisten auf ihre eingetragene Einlage beschränkt ist. Die produktspezifischen Besonderheiten der InvKG sind maßgeblich davon abhängig, an welchen Investorenkreis Anteile an der InvKG platziert werden sollen. Erfolgt eine Platzierung an Privatpersonen, die weder professionelle noch semiprofessionelle Anleger i.S.d. KAGB sind, kann grundsätzlich nur eine Investition in Sachwerte erfolgen.

Spezial-AIFs

Eine Investition in andere Vermögensgegenstände, wie insbesondere Kreditforderungen, ist demgegenüber Fonds vorbehalten, die sich an professionelle oder semiprofessionelle Anleger richten (sogenannte Spezial-AIFs). Als professionelle Anleger zählen hierbei institutionalisierte Anleger wie beispielsweise Banken und Pensionskassen sowie größere Unternehmen (vergleiche § 1 Abs. 19 Nr. 32 KAGB). Semiprofessionelle Anleger sind daneben solche, die mindestens 200 000 Euro investieren, schriftlich erklären, dass sie sich der besonderen Risiken des Investments bewusst sind sowie einer Eignungsprüfung seitens der Fondsgesellschaft oder einer beauftragten Vertriebsgesellschaft unterworfen wurden (sogenannte Kompetenzerklärungen, vergleiche § 1 Abs. 19 Nr. 33 KAGB). Daneben gelten Anleger mit einem garantierten Investitionsvolumen von mindestens zehn Millionen Euro auch ohne weitere Voraussetzungen, das heißt insbesondere auch ohne Eignungsprüfung als semiprofessionelle Anleger. Damit sollten sich neben Stiftungen, kirchlichen Einrichtungen und Verbänden auch vermögende Privatanleger als semiprofessionelle Anleger an Kreditfonds beteiligen können.

In der Auswahl ihrer Anlagegegenstände sind Spezial-AIF weitgehend frei, solange der Verkehrswert der erworbenen Vermögensgegenstände ermittelbar ist (§ 285 KAGB). Vor Erwerb von Vermögensgegenständen muss der Fonds jedoch eine externe Bewertung vornehmen lassen. Wenn der Wert der zu erwerbenden Anlageobjekte weniger als 50 000 000 Euro beträgt, genügt eine Bewertung. Liegt er hingegen darüber, müssen zwei voneinander unabhängige Bewertungen erfolgen. Während der Fondslaufzeit sind die Vermögensgegen-

Abbildung 1: Beteiligte und eine mögliche Grundstruktur eines in Deutschland aufgelegten Kreditfonds



genstände dann jährlich mindestens einmal zu bewerten.

Im Gegensatz zu den Publikums-AIF ist die Erstellung eines Prospekts beim Spezial-AIF nicht erforderlich. Die KAGB-Vertriebsvorschriften verlangen jedoch – wenngleich die Anforderungen geringer als an einen Prospekt für Publikums-AIF sind – die Erfüllung derart umfangreicher Informationspflichten (§ 307 KAGB), dass die Aufstellung eines zumindest prospektähnlichen Private Placement Memorandums in der Regel unumgänglich sein wird. Anzugeben sind etwa die Anlagestrategie, die investierbaren Anlagegegenstände und die damit verbundenen Risiken, etwaige Anlagerestriktionen sowie der Einsatz von Leverage. Daneben sind Angaben zum Bewertungsverfahren sowie zu Auslagerungen und Identität der wesentlichen Dienstleister zwingend.

Kapitalverwaltungsgesellschaften

Der Kreditfonds bestellt eine externe AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft für die Übernahme der Portfolioverwaltung und des Risikomanagements. Damit gilt für den Kreditfonds das Gleiche wie für bisher unregulierte geschlossene Fonds, die nach dem Inkrafttreten des KAGB nur noch von durch die BaFin zugelassenen Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVG) verwaltet werden dürfen. Bei KVGs handelt es sich nach § 17 Abs. 1 KAGB um Unternehmen mit satzungsmäßigem Sitz und Hauptverwaltung im Inland, deren Geschäftsbetrieb

sich auf die Verwaltung inländischer beziehungsweise EU-Investmentvermögen oder ausländischer AIF richtet. Dies erfordert mindestens die Erbringung der Portfolioverwaltung oder des Risikomanagements für ein oder mehrere Investmentvermögen. Die Zulassung als KVG ist gekoppelt an die Erfüllung konkreter Organisations- und Verhaltenspflichten. Hierfür sind Anforderungen an Prozesse zum Risiko- und Liquiditätsmanagement, zur Vergütungspolitik und zum Umgang mit Interessenkonflikten einzuhalten.

Da zu den wesentlichen Aufgaben der KVG neben der Fondsbuchhaltung und der Überprüfung vertraglicher und rechtlicher Anlagegrenzen unter anderem die (Risiko-)Bewertung der Darlehen zählt, ist für die Übernahme der Portfolioverwaltung auch erforderlich, dass die Geschäftsleiter der KVG über Sachkenntnis hinsichtlich der verwalteten Assets verfügen. Darüber hinaus muss jede KVG bestimmten Kapitalanforderungen entsprechen. Das Anfangskapital einer KVG beträgt zwischen 125 000 Euro und zehn Millionen Euro, abhängig von der Struktur der KVG und dem verwalteten Investmentvermögen. Da das Anfangskapital bei Erlaubnis und damit vor Platzierung des Fonds vorliegen muss, können die eingeworbenen Anlegergelder hierfür nicht genutzt werden.

Trotz vorhandener Krediterfahrung wird die externe AIF-KVG das Portfoliomanagement des Kreditfonds meistens ganz oder

teilweise auf einen unabhängigen Fondsmanager auslagern (§ 36 Abs. 1 Nr. 3 KAGB), der über die hierfür erforderliche assetspezifische Erfahrung und Infrastruktur verfügt. Dies ist jedoch nur in begrenztem Umfang möglich. Insbesondere sind objektive Gründe für die Auslagerung, die ordnungsgemäße Auswahl sowie die Fähigkeit zur fortlaufenden Überwachung des Auslagerungsunternehmens zu dokumentieren. Außerdem ist eine Zulassung des externen Fondsmanagers zur Vermögens- oder Finanzportfolioverwaltung oder eine Registrierung erforderlich. Alternativ zur Auslagerung können im Bereich der Portfolioverwaltung Sub-Advisory-Strukturen zum Einsatz kommen, bei denen der externe Fondsmanager die KVG lediglich berät, wobei sichergestellt werden muss, dass die Entscheidungsprozesse bei der KVG verbleiben.

Der Fondsmanager wird den Fonds sodann – im Falle einer Auslagerung – für die Investoren zwar mit Entscheidungsspielraum managen, jedoch wird er vertraglich festgelegten Anlagebedingungen unterliegen. Letztere sind dabei sämtliche Bedingungen, die das Rechtsverhältnis der Anleger in Bezug auf den geschlossenen Spezial-AIF regeln. Diese sind zuvor der BaFin vorzulegen, wesentliche Änderungen sind einen Monat vor Umsetzung mitzuteilen.

Unabhängig agierende Verwahrstelle

Die ordnungsgemäße Auswahl des richtigen Managers ist eine der zentralen Fragen bei einer Entscheidung für ein Engagement in Kreditfonds. Es bedarf keiner Erwähnung, dass der Manager über Erfahrungen in der betreffenden Kredit-Assetklasse verfügen muss. Dies allein reicht aber nicht aus: Bei Auflage des Produktes muss zunächst ein geeigneter Kreditbestand aufgebaut werden. Überdies ändert sich der Bestand über den Lebenszyklus hinweg kontinuierlich, weil einige Kredite zurückbezahlt werden. Andere werden gegebenenfalls schlicht verkauft. Die unterliegenden Assets, die über den Kreditfonds refinanziert worden sind, müssen zudem fortwährend überwacht und reportet werden. Bei drohenden Problemen müssen möglichst frühzeitig Gegenmaßnahmen eingeleitet werden. Üblicherweise ist dies eine Aufgabe für einen Manager, der über ausreichend Erfahrung mit Kreditprodukten verfügt und in der Vergangenheit gezeigt hat, dass er zusätzlich die diesbe-

Abbildung 2: Möglicher Entscheidungsprozess innerhalb eines Kreditfonds



züglichen Erwartungen erfüllen kann. Die eigentliche Problematik hierbei ist, dass zumindest im deutschsprachigen Raum kaum Manager existieren, die über solche substanzielle Erfahrungen im Management von Kreditfonds verfügen.

Des Weiteren muss die externe AIF-KVG eine von ihr unabhängig agierende Verwahrstelle bestimmen, die die Verwahr- und Kontrollfunktion für die Vermögensgegenstände, die zum Investmentvermögen gehören, ausübt. Dadurch wird dem Fonds die Verfügungsgewalt über die Anlegervermögen weitgehend entzogen. Als Verwahrstellen kommen nach § 80 KAGB insbesondere Kreditinstitute i.S.d. § 32 KWG beziehungsweise entsprechender ausländischer Vorschriften oder Wertpapierfirmen, die gewissen Eigenkapital- und Eigenmitelanforderungen unterliegen, in Betracht. Wesentliche Funktion der Verwahrstelle ist die Überwachung der Zahlungsströme der inländischen AIF. Sie ist verpflichtet, den Zahlungsfluss von und zu den Investoren zu prüfen und dafür zu sorgen, dass sämtliche Geldmittel des inländischen AIF auf einem Geldkonto bei einer qualifizierten Stelle verbucht werden. Darüber hinaus hat sie die Anlagengrenzen zu überwachen und die Bewertung der Darlehen zu verifizieren. Im Falle der verschuldensunabhängigen Verletzung gesetzlich geregelter Verpflichtungen haftet die Verwahrstelle den Anlegern für sämtliche Verluste. Gegenüber der AIF-KVG kommt ihr ein Zustimmungsrecht bezüglich bestimmter Geschäfte zu.

Jede Investmententscheidung des Kreditfonds wird durch ein unabhängiges Investmentgremium, das überwiegend aus Fachleuten der jeweiligen Branche besteht,

zu genehmigen sein (Investment Committee). Dieses wird mangels gesetzlicher Regelungen regelmäßig der Vertragsfreiheit unterliegen. So ist gewährleistet, dass jede einzelne Investmententscheidung des Fondsmanagers einer zusätzlichen individuellen Qualitätsüberprüfung unterzogen wird. Abbildung 2 zeigt exemplarisch und modellhaft einen möglichen Entscheidungsprozess innerhalb eines Kreditfonds.

Suche nach alternativen Anlagestrategien

Selbst eher konservativ orientierte institutionelle Investoren beginnen im aktuellen Niedrigzinsumfeld damit, nach alternativen Anlagestrategien zu suchen. Fremdkapitalinvestments in alternative Assetklassen wie Immobilien, Flugzeuge, Schiffe oder Infrastruktur können durchaus eine interessante Alternative sein. Auch wenn einige große Versicherungen mittlerweile das Bankgeschäft für sich entdeckt haben, ist für mittelgroße und kleinere institutionelle Investoren Vorsicht geboten. Denn ohne Banklizenz dürfen Kredite grundsätzlich nicht vergeben werden. Und selbst wenn die Kreditvergabe als typisches versicherungsnahes Geschäft interpretiert wird, benötigt man die bankaufsichtsrechtlich gebotene Infrastruktur, das heißt Analysten, IT-Systeme, ein Kreditrisikomanagement sowie ein Middle- und ein Back Office.

Ein solches Investment dürfte sich erst ab einem geplanten Kreditvolumen von mehreren Milliarden Euro rechnen. Insofern stellt sich für viele Investoren die Frage nach einer indirekten Anlagemöglichkeit. Viele stürzen sich deshalb auf den Pfandbrief, der nach wie vor und trotz

der Finanzkrise als äußerst sicher gilt. Problematisch ist aber das gegenwärtige Renditeniveau von Pfandbriefen, welches die Zielrenditen vieler Investoren bei Weitem verfehlen dürfte. In der Assetklasse Immobilien wenden sich daher einige Investoren dem jüngst angekündigten Immobilien-Kreditfonds zu. iii-Investments hat im Juli 2012 einen Immobilien-Kreditfonds angekündigt und dabei eine Zielrendite in Höhe von 4,5 Prozent als realistisch eingeschätzt.¹⁾ Axa hat im Herbst 2012 angekündigt, die eigenen Kreditfondsaktivitäten deutlich ausweiten zu wollen.²⁾ Auch die Deka-Bank erweitert ihre Tätigkeit in diesem Rahmen, indem sie mit ihrem neuen Fonds, der in Transportmittelkredite investiert, ihren nun fünften Kreditfonds auflegt.³⁾ Andere Marktteilnehmer spezialisieren sich auf das Risikomanagement der neuen Produkte. So gründete jüngst die Nord-LB zusammen mit dem Bankhaus Lampe die Plattform „Caplantic“, um institutionellen Investoren ein systematisches Monitoring von Kreditrisiken zu ermöglichen.⁴⁾

Im Herbst 2012 waren aber auch skeptische Töne zu hören: Henderson Global Investors empfand es als wenig attraktiv, im deutschen von Pfandbriefbanken dominierten Immobilienfinanzierungsmarkt mit diesen Wettbewerbern in einen Preiskampf einzutreten.⁵⁾ Bei einem Kreditfondsinvestment ist das genaue Investmentprofil des jeweiligen Fonds entscheidend. Eine Fondsrendite um die vier Prozent wird mit Immobilienfinanzierungen an deutschen Top-Standorten und bonitätsstarken Mietern nicht ohne Weiteres erreichbar sein.

Versicherungsaufsichtsrechtliche Einschränkungen für Anlagen

Neue Investmentprodukte wie Kreditfonds müssen zudem den im Wandel befindlichen regulatorischen Anforderungen der institutionellen Anleger gerecht werden. Das gilt vor allem für die Versicherungsbranche. Die geplante Einführung von Solvency II hat bereits zu einer Veränderung des Anlageverhaltens von Versicherern geführt und wird weiterhin dazu führen. Solvency II definiert EU-weit geltende Anforderungen an die Kapitalausstattung und das Risikomanagement sowie ein einheitliches Berichtswesen von Versicherungsunternehmen – es ist das seit Langem laufende Projekt der Reform des europäischen Versicherungsaufsichtsrechts. Unter Solvency II wird die Anlage in Fremdkapalin-

strumente gegenüber anderen Vermögensanlageklassen – wie zum Beispiel Immobilien und Aktien – deutlich privilegiert.

Dabei ist allerdings Vorsicht geboten, denn Solvency II basiert auf dem Look-through-Prinzip, sodass man mit Hilfe von Verbriefung nicht ohne Weiteres privilegierte Fremdkapalinstrumente schaffen kann. Das zukünftige Anlageverhalten wird sich auch maßgeblich an der Ausgestaltung der Kapitalanforderungsregeln orientieren (müssen). Für Kreditfondsinvestments wird vor allem fraglich sein, wie die genauen Anforderungen im Hinblick auf Transparenz und Liquidität für eine möglichst vorteilhafte Behandlung aussehen werden. Mittlerweile ist jedenfalls klar, dass sich der 1. Januar 2014 als ursprünglicher Starttermin für Solvency II nicht einhalten lassen wird, sodass für deutsche Versicherer das geltende Versicherungsaufsichtsrecht weiterhin maßgeblich bleibt.

Deutsche Versicherer dürfen ihr gebundenes Vermögen nur nach dem Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) in Verbindung mit der hierzu ergangenen Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen (AnIV) anlegen. Die AnIV sieht einen abschließenden Katalog von Vermögensgegenständen vor, in die das gebundene Vermögen von Versicherungsunternehmen angelegt werden darf. Die Beteiligung an dem Kreditfonds könnte grundsätzlich als Beteiligung an einem Unternehmen i.S.d. § 2 Abs. 1 Nr. 13 AnIV eingeordnet werden – was immer voraussetzt, dass der Versicherer seine diesbezüglichen Anlagegrenzen noch nicht ausgeschöpft hat. Gemäß dem Kapitalanlagerundschreiben 4/2011 der BaFin ist erforderlich, dass das Unternehmen über ein Geschäftsmodell verfügt.

Das bedeutet, dass sich der Unternehmenswert nicht nur aus der Summe seiner Inventarwerte zusammensetzen darf, was bei bloßem Halten und Verwalten von Kreditassets aber der Fall wäre. Auch hier wäre zu begrüßen, wenn klargestellt würde, dass bei individueller Prüfung und Überwachung der Kredite durch den Kreditfonds ein entsprechendes Geschäftsmodell entweder gegeben oder angesichts der Regulierung und Beaufsichtigung des geschlossenen Fonds entbehrlich ist.

Alternativ könnte die Beteiligung an dem Kreditfonds auch als Anteil an inländischem

Investmentvermögen gemäß § 2 Abs. 1 Nr. 15 AnIV eingeordnet werden, sofern sich die Fondsanteile beispielsweise als offene Spezial-AIF qualifizieren würden. Das hätte freilich den Nachteil, dass es sich um ein offenes Konstrukt handeln würde, welches die Möglichkeit einer Rückgabe der Anteile durch die Anleger eröffnet. Außerdem dürfte nach § 284 Abs. 1 i.V.m. § 221 Abs. 5 KAGB lediglich 30 Prozent des Sondervermögens in unverbriefte Darlehensforderungen investiert werden, was für einen Fonds, der als reiner Kreditfonds aufgelegt werden soll, unpraktikabel erscheint. Möglich ist zwar eine Strukturvariante zu wählen, bei der ein Verbriefungsvehikel Träger eines ausländischen Sondervermögens wird. Diese entsprechende Zusatzkosten auslösende Variante würde die Fondsbeteiligung dann aber in eine andere Anlageform (zum Beispiel ABS⁶⁾) umwandeln. Ebenso ist es möglich, 30 Prozent des Fondsvolumens für unverbriefte Darlehensforderungen zu nutzen und den Rest über Beteiligungen an Verbriefungsvehikeln mit jeweils eigenen Investments darzustellen.

Zeitnahe Überarbeitung erwünscht

Erfreulich ist, dass eine Regelung des ursprünglichen Diskussionsentwurfs des Bundesfinanzministeriums zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie (§ 244 KAGB-E), wonach Anteile oder Aktien von Spezial-AIF nur mit der Zustimmung der KVG übertragen werden durften, mit dem zweiten KAGB-Entwurf gestrichen wurde. Denn ansonsten hätte es an der ausreichenden Fungibilität der Kapitalanlage gefehlt. Das KAGB setzt jetzt nun nur noch eine schriftliche Vereinbarung zwischen der AIF-KVG und den Anlegern voraus, wonach die Anteile nur an professionelle und semiprofessionelle Anleger übertragen werden dürfen (§ 277 KAGB). Eine solche vertragliche Beschränkung dürfte einer hinreichenden Fungibilität i.S.d. § 2 Abs. 1 Nr. 13 AnIV nicht entgegenstehen und Versicherern die Teilnahme an geschlossenen Spezial-AIF insoweit ermöglichen.

Gleichwohl erscheint eine zeitnahe und effektive Überarbeitung der Vorgaben der AnIV und des Rundschreibens 4/2011 zur Anlage des gebundenen Vermögens in Fonds naheliegend, um angesichts der Novellierung des Investmentrechts und der weiteren Verschiebung von Solvency II die Sicherungsvermögensfähigkeit zum Vorteil der Versicherer zu gewährleisten. Neben

den bereits erwähnten Klarstellungen sollte die Überarbeitung insbesondere zugunsten von kleineren und mittelgroßen Versicherern ohne zusätzlichen Strukturierungsaufwand eine rechtssichere Anlage in diversifizierte Kreditfonds in Form von geschlossenen Spezial-AIF ermöglichen. Denn anders als große Versicherer dürfte diese Gruppe mangels eigener Expertise und Ressourcen nicht in der Lage sein, Direktanlagen in Kreditassets zu tätigen.

Vermeidung einer Gewerbesteuerpflicht

Da es in dieser Legislaturperiode voraussichtlich nicht mehr zur Anpassung des Investmentsteuergesetzes an das AIFM-Umsetzungsgesetz vom 17. Mai 2013 (AIFM-Steuer-Anpassungsgesetz) kommen wird, wird sich an der Besteuerung eines Kreditfonds in der Rechtsform einer GmbH & Co KG vorerst nichts ändern. Eine materielle Änderung der Besteuerung solcher Fonds war allerdings im Rahmen des AIFM-Steuer-Anpassungsgesetzes ohnehin nicht vorgesehen.

Da die endgültige Fassung des KAGB auch die Geschäftsführung von Fonds durch ihre Kommanditisten gestattet, kann ein Kreditfonds daher bei Bedarf nach wie vor als vermögensverwaltende Personengesellschaft ausgestaltet werden. Dadurch lässt sich eine gewerbliche Prägung des Kreditfonds nach § 15 Abs. 3 Nr. 2 Einkommensteuergesetz vermeiden⁷⁾, die ihrerseits dazu führen würde, dass der Fonds der Gewerbesteuer unterliegt. Allerdings kann der Fonds auch dadurch gewerbesteuerpflichtig werden, dass er gewerblich tätig ist.

Die Gefahr einer Qualifizierung als gewerbliche Tätigkeit könnte sich etwa aus der Rechtsprechung des Bundesfinanzhofs (vergleiche Urteil vom 24. August 2011) zur Behandlung von Private Equity Fonds ergeben. Kreditfonds werden sich in der Praxis an den Prozessen und Organisationsstrukturen orientieren, die sich für Private Equity seit Langem etabliert haben. Private Equity Fonds wurden zwar bisher gemäß des Private-Equity-Erlasses des Bundesfinanzministeriums vom 16. Dezember 2003 grundsätzlich als vermögensverwaltende Personengesellschaften eingestuft und unterlagen somit keiner Gewerbesteuerpflicht. Der BFH hat diesen Ansatz jedoch in dem erwähnten Urteil infrage gestellt, indem er Private Equity Fonds gegebenenfalls als originär gewerblich und somit ge-

werbesteuerpflichtig qualifiziert. Eine Klärung dieser Situation durch das Bundesfinanzministerium ist bisher nicht erfolgt. Insoweit besteht eine gewisse Rechtsunsicherheit zu dieser Frage.

Rechtliche Besonderheiten können sich vor allem in Bezug auf eine möglicherweise nach § 32 KWG erforderliche Bankerlaubnis des Kreditfonds ergeben. Im Zusammenhang mit dem Erwerb der Darlehensforderungen ist dies typischerweise unproblematisch, da hier die Fronting Bank die Kredite ausreicht und der Kreditfonds die Kreditforderungen anschließend erlaubnisfrei ankauft.⁸⁾ Dies beschränkt sich allerdings auf den Erwerb vollständig ausgereicher Darlehensforderungen oder die (Teil-)Übernahme von Darlehensverträgen, unter denen keine Auszahlungspflichten mehr bestehen. Der Erwerb einer offenen Darlehenszusage ist hingegen grundsätzlich bankerlaubnispflichtig.

Allerdings muss der Kreditfonds auch bei Restrukturierungsbedarf handlungsfähig bleiben und die Möglichkeit haben, selbstständig tätig zu werden und gegebenenfalls entsprechende eigene Maßnahmen einleiten zu können. Denn eine nachträgliche Abänderung der Kredite ist erlaubnispflichtiges Kreditgeschäft, wenn diese in ihrer Ausprägung einer wirtschaftlichen Neugewährung i.S.d. § 1 Abs. 1 Nr. 2 KWG gleichkommt. Dies gilt insbesondere für nachträgliche Änderungen der Konditionen des Kredits, sofern sie auf einer eigenen Kreditentscheidung des Erwerbers beruhen und nicht lediglich Ausdruck des ursprünglichen Verhältnisses zwischen Fronting Bank und Kreditnehmer sind.

Hierzu zählen zum Beispiel Laufzeitverlängerungen, Umschuldungen oder Änderungen der Zinshöhe. Im Einzelfall gibt es Graubereiche, die entsprechender Strukturierung der Prozesse bedürfen. Wichtig ist insoweit, dass die als Servicer tätige Fronting Bank im Außenverhältnis gegenüber dem Darlehensnehmer als „kreditgewährende“ Partei auftritt und aufgrund der faktischen Umstände und/oder vertraglichen Regelungen keine Zurechnung an die ohne Erlaubnis ausgestatteten anderen Beteiligten vorgenommen werden kann.

Bei der Abgrenzung von Verbriefungen gegenüber Investmentfonds können sich mitunter Schwierigkeiten ergeben. Dies folgt insbesondere aus dem weiten An-

wendungsbereich des KAGB, welcher sich nach dem Begriff des Investmentvermögens richtet. Der deutsche Gesetzgeber stellt in § 1 Abs. 1 KAGB auf einen materiellen Fonds- beziehungsweise Investmentvermögensbegriff ab, um möglichst viele Sachverhalte zu erfassen und Umgehungsversuchen vorzubeugen. Erfasst ist danach jedes Vehikel zur gemeinsamen Anlage, das Kapital von mehr als einem Anleger einsammelt, zum Nutzen der Anleger nach einer festgelegten Anlagestrategie investiert und das kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors darstellt. Um den Anwendungsbereich und damit die Reichweite der investimentrechtlichen Regulierung zu reduzieren, wurden daher bestimmte gesetzliche Ausnahmen geschaffen, auf die das KAGB keine Anwendung findet. § 2 Abs. 1 Nr. 7 i.V.m. § 1 Abs. 19 Nr. 36 KAGB regelt zum Beispiel, dass Verbriefungszweckgesellschaften keine Investmentvermögen darstellen.

Zur Definierung der Verbriefung verweist die Norm im Wesentlichen auf die VO (EG) Nr. 24/2009 der Europäischen Zentralbank. Nach dieser ist im Kern nur maßgeblich, dass eine Sicherheit durch den Originator auf ein Vehikel übertragen wird, welches Schuldtitel ausgibt. Abhängig von der konkreten Ausgestaltung der Verbriefungen werden folglich Vermögensanlagesituationen, die tatbestandlich unter § 1 Abs. 1 KAGB fallen, vom Anwendungsbereich des KAGB ausgenommen sein.

Komplexität reduzieren

Wirtschaftlich betrachtet bestehen gegenüber Kreditverbriefungen die Vorteile eines Kreditfonds vor allem in einer von der originierenden Bank unabhängigen Auswahl geeigneter Kredite durch den Fondsmanager sowie in einem eigenständigen Monitoring- und Reportingprozess. Im Gegensatz zu dem Verbriefungsmarkt vor der Finanzkrise, als Investoren eher dem Votum von Ratingagenturen und finanzmathematischen Modellen folgten, suchen die heutigen Investoren nach Portfolio-Dienstleistern und Asset Managern mit starker Expertise in den zugrunde liegenden Assetklassen. Industrieexpertise wird damit zu einem echten Erfolgsparameter. Die Beurteilung abstrakter, statistischer und oftmals zu optimistischer Parameter unter Auslassung der zugrunde liegenden, eigentlichen Risikostruktur der jeweiligen Branche, in die investiert wird,

wird von institutionellen Investoren nicht mehr als ausreichend angesehen.

Die Komplexität der angebotenen Anlageprodukte wird sich deutlich reduzieren müssen und die dahinter liegenden Risiken müssen so verständlich dargestellt sein, dass ein Investor sich hierzu eine eigene Meinung bilden kann. Die Einschätzung von Ratingagenturen allein wird nicht mehr ausreichen. Investoren werden tendenziell einen unabhängigen Asset Manager suchen, der das Produkt aktiv managt und dieses über den gesamten Investmentzyklus hinweg intensiv betreut. Eine fortlaufende Risikoanalyse wird damit stärker in den Vordergrund rücken. Durch diese Konstruktion kann die Kunden- und Kreditexpertise der Bank weitgehend vom eigentlichen Kreditrisiko entkoppelt werden – unter der Voraussetzung, dass die Qualität der Risiken für den Manager des Kreditfonds akzeptabel ist.

Klassische Kreditverbriefungen, sei es im Wege eines True Sale oder synthetisch, werden hingegen vor allem im granularen Bereich weiterhin in den Verbriefungsmärkten platzierbar sein und sich aufgrund der Homogenität und stärkeren Liquidität der zugrunde liegenden Kredite vergleichsweise weniger für Kreditfonds eignen. Wichtig ist, Verbriefungsprodukte nicht zwangsläufig als „aliud“ zu Kreditfondsprodukten zu begreifen. Gerade Fondskonstruktionen enthalten vielfach zusätzliche Strukturmerkmale in Form von zwischen-geschalteten Verbriefungsplattformen. In der Praxis haben sich Hybridstrukturen etabliert, bei denen zum Beispiel ein Fonds in Verbriefungsstrukturen investiert oder Verbriefungsvehikel aktiv gemanagt werden.

Marktpotenzial

Die gegenwärtige Verschärfung des regulatorischen Umfeldes zwingt die Banken vielfach zum Umdenken. Basel III stellt die Geschäftsmodelle von Kreditinstituten vor enorme Herausforderungen. Die europäischen Finanzinstitute haben daher unlängst ihre Geschäftsmodelle überprüft und refokussiert. Steigende Kapitalanforderungen für praktisch alle Kreditaktiva und damit einhergehende Erfordernisse höherer (Kern-)Kapitalquoten erfordern bei Kreditinstituten eine signifikant höhere Profitabilität der eingesetzten Ressourcen. Risiken, bei denen die korrespondierende Kapitalanforderung, Währung, Laufzeit

und/oder Profitabilität nicht mehr für eine Bankbilanz geeignet sind, können künftig kaum mehr in Form eines traditionellen Kredites verbucht werden. In der zukünftigen Bankensteuerung sind traditionelle, illiquide und langfristige Kredite folglich extrem herausfordernd. Dies betrifft besonders stark Kredite aus der Immobilien-, Schifffahrts- und Flugzeugfinanzierung.

Auch das regulatorische Umfeld für institutionelle Anleger verändert sich, wie bereits beschrieben, zunehmend. Dabei stehen vor allem Versicherer unter Anlagedruck. Insbesondere für Lebensversicherer ist das nachhaltig niedrige Renditeniveau am Kapitalmarkt bei den Versicherten gegenüber abgegebenen Garantien höchst problematisch. Gerade für sie ist ein Umdenken in der Kapitalanlagestrategie unausweichlich und alternative Anlagen gewinnen zunehmend an Bedeutung.

Die Veränderungen im Bank- und Versicherungsgeschäft beeinflussen auch andere Institutionen. Durch die zunehmende Investitionstätigkeit von Banken und Versicherungen in alternativen Anlageklassen erhöht sich auch der Wettbewerb mit den traditionellen Anlegern solcher Assets, wie Family Offices. Der Anlagedruck führt zu einer Angebotslücke im Bereich der etablierten Anlagen. Diese Lücke wird teilweise durch Kreditfonds und andere innovative Anlageprodukte gefüllt werden können.

Varianten von alternativen Anlageprodukten im Aufwind

Bestimmte Varianten von alternativen Anlageprodukten, wie Managed Debt Accounts, sind ebenfalls im Aufwind. Bankaufsichtsrechtlich handelt es sich bei Managed Debt Accounts um Finanzportfolioverwaltung nach § 1 Abs. 1a S. 2 Nr. 3 KWG, bei der das Vermögen Einzelner in Finanzinstrumente i.S.d. § 1 Abs. 11 S. 1 KWG angelegt und für andere von einem externen professionellen Vermögensverwalter mit Entscheidungsspielraum betreut wird. Die Anlageentscheidungen müssen – neben eingeschränkten Mitentscheidungsbefugnissen der Vermögensinhaber – auf dem eigenen Ermessen des Verwalters beruhen.

Im Unterschied zu den offenen Investmentfonds, die im Namen vieler Investmentfondsinhaber verwaltet werden, sind Managed Accounts individuelle Anlageportfolios, welche auf die spezifischen Bedürfnisse der

einzelnen Kontoinhaber zugeschnitten sind und für die der Verwalter keiner speziellen Struktur bedarf. Die Komplexität eines Kreditfonds und das damit verbundene regulatorische Spannungsfeld sind nicht für jeden Anleger gleichermaßen geeignet. Ein Managed Debt Account kann diese Komplexität reduzieren und gleichzeitig individuelle Anlegerinteressen stärker berücksichtigen.

Darüber hinaus unterliegt die Finanzportfolioverwaltung, da sie kein Investmentvermögen darstellt, nicht den Regelungen des KAGB. Allerdings entwickeln sich Managed Debt Accounts für Kreditassets gerade erst und die genaue Struktur – vor allem das konkrete Format des jeweiligen Kreditinvestments und dessen Verbuchung auf dem Account – muss in jedem Einzelfall zusammen mit dem Investor in Abhängigkeit von seinen individuellen Bedürfnissen entwickelt werden. Hinzu kommt eine individuelle Analyse der steuerlichen Situation, da diese Produkte direkt dem Anleger zugerechnet werden können.

Insgesamt wird man die Entwicklung genau beobachten müssen. Bei aller Euphorie für die neuen Produktformate besteht auch eine Gefahr: Für das Management von Kreditrisiken haben sich vor allem mit dem KWG und den MaRisk von der Bankenaufsicht regulierte Prozesse etabliert, die sich stetig verschärfen. Ein Transfer dieser Risiken in den unregulierten Bereich ist durchaus mit der Gefahr verbunden, dass Risiken systematisch unterschätzt werden können. Hier kommt dem Risikomanagement des jeweiligen Kreditbestandes eine sehr wesentliche Rolle zu.

Fußnoten

¹⁾ Handelsblatt, Kreditfonds auf dem Vormarsch, 17. Juli 2012.

²⁾ Finanzen, Axa stockt Kreditfonds auf sieben Milliarden Euro auf, 1. Oktober 2012.

³⁾ Börsen-Zeitung, Deka Immobilien legt neuen Kreditfonds auf, 14. August 2013.

⁴⁾ Vgl. www.caplantic.de.

⁵⁾ Immobilien Zeitung (Messezeitung), Pfandbrief siegt über Kreditfonds, 10. Oktober 2012.

⁶⁾ ABS kommt wegen des erforderlichen externen Investment-Grade Ratings häufig nicht in Betracht.

⁷⁾ Eine gewerbliche Prägung tritt zum Beispiel bei einer GmbH & Co. KG dann ein, falls ausschließlich Kapitalgesellschaften persönlich haftende Gesellschafter sind und nur diese zur Geschäftsführung befugt sind.

⁸⁾ Bemerkenswert ist insoweit, dass es gemäß Art. 9(d) des Vorschlags für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rats über europäische langfristige Investmentfonds (ELTIF) diesen grundsätzlich möglich sein soll, bestimmten Unternehmen des Nichtbankensektors selbst Kredite zu gewähren.