

## Regulierung nach AIFM – Beginn einer Zeitenwende?

Georg Reul

**Von der Richtlinie über die Manager alternativer Investmentfonds und deren Umsetzung in nationales Recht werden auch die Geschlossenen Fonds betroffen sein. Damit wird auch diese Anlageform stärker reguliert. Für Initiatoren, die Transparenz, Risiko- und Liquiditätsmanagement ernst nehmen, wird der zusätzliche Aufwand überschaubar bleiben, glaubt der Autor. Einige Fondsanbieter werden jedoch Probleme haben, die hohen Anforderungen, zum Beispiel an das Eigenkapital, zu erfüllen. Dem Produkt und dem Image der Branche dürften die neuen Vorschriften insgesamt aber nützen. (Red.)**

Markiert die Umsetzung der Richtlinie über die Manager Alternativer Investmentfonds (AIFM-Richtlinie) in nationales Recht eine Zeitenwende für die Fondsbranche? Und falls ja, sind dann die Perspektiven eher positiv oder eher negativ? Diese Fragen sorgen innerhalb der Branche seit einiger Zeit für Verunsicherung und werden zum Teil sehr kontrovers diskutiert. Ob Beteiligungsangebote des sogenannten „grauen Kapitalmarktes“ – wie beispielsweise Geschlossene Immobilienfonds – einer stärkeren Regulierung unterworfen werden, steht dabei längst nicht mehr zur Diskussion.

Die Einführung der verbindlichen Prospektgestattung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) mit dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz markierte in Deutschland den Beginn eines Prozesses, der noch lange nicht abgeschlossen sein dürfte. Derzeit steht vor allem die Diskussion um die AIFM-Richtlinie und deren Umsetzung in nationales Recht im Fokus.

### Relevantes und Irrelevantes

Um die Richtlinie, deren Entwurf die Europäische Kommission am 30. April 2009 vorgelegt hatte, richtig einzuordnen, sollte man sich zunächst einmal das Kernanliegen vergegenwärtigen, das sie verfolgt. Dieses besteht darin, den Schutz von Investoren bei Alternativen Investments innerhalb der Europäischen Union zu verbessern. Dieser relativ breit gefasste Ansatz ist durch die Absicht begründet, mit der Richtlinie möglichst viele Alternative Investments zu erfassen. Man wollte offensichtlich von vornherein gewährleisten, dass ohne größere

Diskussionen um die Abgrenzung einzelner Produktkategorien voneinander die Gültigkeit der Richtlinie für alle im weitesten Sinne als Alternative Investments zu bezeichnenden Produkte sichergestellt sein würde.

Dies ist aus Sicht der Autoren des Richtlinienentwurfs verständlich, führt allerdings in der Praxis zu einigen Problemen. So ergeben sich beispielsweise in einigen Bereichen Vorgaben, die für Geschlossene Immobilienfonds irrelevant sind. Genannt seien hier etwa Regelungen zum Liquiditätsmanagement, zum Einschalten einer Depotbank oder zu Liquiditätsberichten. Sie alle sind für Geschlossene Immobilienfonds in der Regel gegenstandslos, was einer der wesentlichen Ansatzpunkte von Kritikern aus der Fondsbranche an der AIFM-Richtlinie ist.

Wengleich es natürlich nicht sinnvoll ist, Geschlossene Fonds mit Regeln zu überziehen, die für sie gar keine praktische Relevanz haben können, sollte dieses Thema dennoch differenziert betrachtet werden. Dass es im Detail noch eine Reihe von Problemen zu lösen gibt, stellt keineswegs die grundsätzliche Sinnhaftigkeit der Richtlinie im Ganzen in Frage. Wer sich mit den Inhalten des Richtlinienentwurfs im Einzelnen auseinandersetzt, wird durchaus zu dem Schluss kommen, dass sich die Umsetzung der Richtlinie in deutsches Recht so

gestalten ließe, dass sie Anlegern und auch Initiatoren Nutzen bringen kann.

### Standards für Manager

Einen wesentlichen positiven Aspekt, der für den deutschen Markt der Geschlossenen Immobilienfonds neu ist, markiert die Tatsache, dass der Richtlinienentwurf weniger auf das Produkt fixiert ist, sondern beim Manager beziehungsweise Initiator des Fonds ansetzt. Es wird also weniger reguliert, wie das Produkt auszusehen habe, sondern der Akzent liegt eindeutig auf solchen Regelungen, die den Handlungsspielraum und bestimmte Verpflichtungen des Fondsmanagers regeln. Dieser Aspekt ist wichtig, denn daraus folgt, dass nicht eine starre Regelung einzelner Produktdetails beabsichtigt ist, sondern die Etablierung von bestimmten Standards für das Handeln von Fondsmanagern und -initiatoren.

Betroffen sind vor allem die Organisation, die Finanzierung und die Informationspolitik des Initiators. Gefordert wird beispielsweise der Aufbau eines Risikomanagementsystems mit dem Ziel, durch interne Kontrollmechanismen und Frühwarnsysteme drohende Fehlentwicklungen und aufkommende Probleme systematisch und frühzeitig zu erfassen. Dies ist im Sinne des Schutzes der an einem Fonds beteiligten Anleger eigentlich eine Selbstverständlichkeit und wird von professionell und seriös arbeitenden Anbietern ohnehin bereits so praktiziert.

Auch ein zweiter wesentlicher Punkt ist an und für sich nicht neu; er betrifft Regelungen zur Vermeidung von Interessenkonflikten. Es soll sichergestellt werden, dass Fondsmanager und Anleger gleichgerichtete Ziele und Interessen im Hinblick auf das betreffende Investment verfolgen. Auch mit dieser Thematik haben sich viele Emissionshäuser bereits seit langem auseinandergesetzt und dafür Lösungen in Gestalt von erfolgsabhängigen Vergütungskomponenten, Vorzugsstellungen für Anleger und Ähnlichem entwickelt.

Dieses Anliegen kann nicht ernsthaft in Frage gestellt werden; zu diskutieren sind allenfalls die Ausgestaltung einzelner Regelungen und ihre praktischen Auswirkungen. So würde es möglicherweise bereits genügen, wenn bei vorliegenden tatsächlicher oder potenzieller Interessenkonflikte im Prospekt an prominenter Stelle ausführlich darüber informiert wird.

### Der Autor

**Dr. Georg Reul** ist Mitglied des Vorstands der IVG Immobilien AG, Bonn.

Weitere geplante Regelungen betreffen die Anforderungen an die Eigenkapitalausstattung von Fondsmanagern. Es liegt auf der Hand, dass Anleger, die sich an einem Fonds beteiligen, ein elementares Interesse daran haben, dass ihnen der Fondsmanager auch auf Dauer in seiner Funktion zur Verfügung steht und nicht während der Fondslaufzeit aufgrund von Liquiditäts- und Überschuldungsproblemen ausfällt. Wenn nun Mindestanforderungen für eine angemessene Eigenkapitalausstattung definiert werden, um den Anlegern in dieser Hinsicht zumindest etwas mehr Sicherheit zu geben, so entspricht dies ebenfalls ihrem Interesse und wird langfristig orientierte Manager auch nicht vor unüberwindliche Hindernisse stellen.

### Mehr Transparenz

Ein weiteres Kernthema im Zusammenhang mit der AIFM-Richtlinie sind Maßnahmen zur Verbesserung der Transparenz, und zwar sowohl im Hinblick auf die Anleger als auch auf die Aufsichtsbehörde. Im Mittelpunkt stehen hier vor allem die Verpflichtung, geprüfte Jahresberichte vorzulegen, ein Risikoreporting zu erstellen und jährliche Bewertungen der Fondsassets vorzunehmen. Viele Initiatoren, insbesondere die Mitglieder des Verbandes Geschlossene Fonds (VGF), bieten dies ihren Anlegern ohnehin bereits standardmäßig an.

Neu wäre jedoch die Verpflichtung, die genannten Berichte auch bei der Aufsichtsbehörde einzureichen. Für einen Initiator, der dies gegenüber seinen Anlegern ohnehin bereits praktiziert, dürfte die zusätzliche Einreichung der Berichte bei der BaFin kein Problem sein. Eine solche Regelung hätte vielmehr sogar den Vorteil, dass damit die gesamte Branche auch über den Kreis der VGF-Mitglieder hinaus verpflichtet wäre, bestimmte Standards im Hinblick auf Information und Transparenz zu erfüllen. Dies wäre dem Anlegerschutz dienlich und würde zugleich für mehr Wettbewerbsgerechtigkeit sorgen, indem nicht ein weniger transparenter Initiator durch geringeren finanziellen Aufwand für seine schlechtere Informationspolitik „belohnt“ würde.

Zu diskutieren wäre die Frage nach der Bewertung. Sicherlich dient eine regelmäßig durchgeführte Bewertung der Fondsimmobilien auch den Interessen der Anleger, die damit besser über die wertmäßige Entwicklung ihrer Anlage Bescheid wissen. Fraglich ist allerdings,

ob das jährlich erforderlich ist. Da Beteiligungen an Geschlossenen Immobilienfonds ebenso wie direkte Immobilienanlagen in der Regel einen Anlagehorizont von mindestens zehn Jahren haben und eine Verkaufsabsicht zu einem früheren Zeitpunkt nur in Ausnahmefällen anzunehmen ist, wäre eine Bewertung in einem Zwei-Jahres-Turnus – gegebenenfalls ergänzt durch zusätzliche Bewertungen in besonderen Marktsituationen – sicherlich ausreichend.

In der Summe lässt sich also sagen, dass gesetzlich festgeschriebene qualitative Mindestanforderungen an Fondsinitiatoren der Branche helfen werden, das oft negativ geprägte Image des „grauen Kapitalmarktes“ loszuwerden. Für seriöse Anbieter, die zum überwiegenden Teil bereits im VGF organisiert sind und sich damit ohnehin zur Einhaltung bestimmter Qualitäts- und Transparenzstandards verpflichtet haben, dürfte die Erfüllung der sich aus der Richtlinie

ergebenden Anforderungen also wenig Neues bringen.

Der Gesetzgeber sollte allerdings darauf achten, dass unsachgerechte Bestandteile wie etwa die Depotbankpflicht für Geschlossene Immobilienfonds nicht angewandt werden und andere Regelungen wie etwa zum Bewertungsturnus der Langfristigkeit von Geschlossenen Immobilienfondsanlagen angepasst werden. Dass die Umsetzung der AIFM-Richtlinie tatsächlich eine Zeitenwende für die Branche der Geschlossenen Fonds markieren wird, zeichnet sich bereits jetzt deutlich ab. Inwieweit sie sich positiv oder negativ auswirken wird, wird im Einzelfall sicherlich unterschiedlich beurteilt werden. Eine in den Details sinnvolle und sachgerechte Gestaltung der neuen Regeln und einen Verzicht auf bürokratischen Ballast vorausgesetzt, verbindet sich damit jedoch die Chance, dem Markt insgesamt einen nachhaltigen positiven Impuls zu verleihen. ■