



... Thomas Richter

Welche Auswirkungen hat die AIFM-Richtlinie auf das institutionelle Asset Management?

Weltweit forcieren Gesetzgeber und Aufsichtsbehörden die Regulierung der Finanzbranche. Die neuen Vorschriften betreffen auch die Asset Manager und ihre institutionellen Kunden. Vieles wird komplexer und schwieriger. Die EU-Richtlinie für die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Richtlinie) bringt für das institutionelle Anlagegeschäft in Deutschland gravierende Veränderungen. Seit der gesetzlichen Normierung des Spezialfonds im Jahr 1990 erfolgten keine solch einschneidenden Veränderungen. Ursprünglich konzipiert als Regulierungsrahmen für potenziell systemrelevante Anlageprodukte wie Hedgefonds und Private Equity Fonds, reguliert die AIFM-Richtlinie die Verwaltungsgesellschaften aller Investmentfonds, die keine richtlinienkonforme Sondervermögen („OGAW“) sind. Das sind vor allem die deutschen Spezialfonds, aber auch geschlossene Beteiligungen oder Offene Immobilienfonds. Startschuss für das neue Recht ist der 22. Juli 2013.

Der Spezialfonds – kein Auslaufmodell

Die AIFM-Richtlinie folgt einem anderen Ziel als die OGAW-Richtlinie. Während Letztere neben dem Manager auch den Fonds selbst detailliert regelt, beschränkt sich die AIFM-Richtlinie auf die Regulierung des Managers. Nur so sah sich der EU-Gesetzgeber angesichts der vielfältigen europäischen Fondskonzepte zu einer lückenlosen Regulierung in der Lage.

Der Verzicht auf eine Produktregulierung löste in Deutschland eine Diskussion um die Zukunft des Spezialfonds aus. Wenn

schon die AIFM-Richtlinie, die sich in erster Linie als Rahmenwerk für die Anbieter institutioneller Anlageprodukte versteht, keine Produktregulierung vorsieht, sei nach Vorstellung des Gesetzgebers auch auf nationaler Ebene der Spezialfonds als reguliertes Vehikel entbehrlich. Die Produktgestaltung könne schließlich auch individuell zwischen KAG und Anleger ausgehandelt werden.

Diese Sichtweise verkennt jedoch den praktischen Wert des standardisierten Produkts.



Thomas Richter, Hauptgeschäftsführer, BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V., Frankfurt am Main

Spezialfondsanleger wie Versicherungen oder betriebliche Versorgungsträger schätzen die gesetzlichen Rahmenbedingungen, die optimal auf ihre spezifischen Anlagebedürfnisse abgestimmt sind. Der BVI hat sich daher mit Erfolg für die Beibehaltung der Produktregulierung des Spezialfonds eingesetzt.

Keine weiteren Offenen Immobilien-Spezialfonds?

Der Diskussionsentwurf für das AIFMD-Umsetzungsgesetz sieht vor, dass neue Immobilien-Spezialfonds künftig nicht mehr als Offene Fonds konzipiert werden können. Das wäre bedenklich. Sie wären dann nicht mehr für die Anlage von Versicherungsgeldern geeignet.

Noch steht aber nicht endgültig fest, wie der deutsche Gesetzgeber die europäischen Vorgaben in das nationale Recht umsetzen wird. Im Ausland können weiterhin offene Immobilien-AIFs aufgelegt und an professionelle Anleger in Deutschland verkauft werden. Diese offene Immobilien-AIFs müssten zudem überwiegend in Immobilien außerhalb Deutschlands investieren. Ansonsten würden die Fonds in Deutschland beschränkt steuerpflichtig und mit Körperschaftsteuer belastet.

Verschärfte Genehmigungsvorschriften

Jede KAG wird sich künftig eine besondere Lizenz als „Alternativer Fondsmanager“ besorgen müssen, wenn sie andere Fonds als OGAWs verwalten möchte. Zwar verfügen Spezialfonds-KAGs bereits heute nach den

nationalen Vorgaben über eine Zulassung. Doch die AIFM-Richtlinie verlangt mehr. Der Zulassungsantrag muss Angaben zu jedem verwalteten oder geplanten Fonds (AIF) enthalten. Will die KAG einen neuen Spezialfonds auflegen, muss sie eine Änderung ihrer Zulassung beantragen. Dies würde faktisch eine Einzelgenehmigung für jeden neuen Spezialfonds erfordern. Eine solch aufwendige und zeitraubende Vorgehensweise hatte der deutsche Gesetzgeber bereits 1990 abgeschafft. Der BVI setzt sich für eine unbürokratische Lösung ein.

Neue Leitplanken für die Auslagerung

AIFM tragen die Verantwortung für die Verwaltung ihrer AIF. Sie dürfen nicht zu reinen Briefkastenfirmen werden. Insofern decken sich die Anforderungen der AIFM-Richtlinie mit denen für OGAW. Die EU-Kommission arbeitet an ergänzenden Auslegungsvorschriften. Nach den bisher bekannt gewordenen Entwürfen sollen die ausgelagerten Funktionen die selbst wahrgenommenen „nicht wesentlich überwiegen“ dürfen.

Diese Abgrenzung ist mehrfach problematisch. So ist bereits nicht erkennbar, wie die ausgelagerten und selbst wahrgenommenen Funktionen überhaupt quantifiziert werden sollen. Solange hierüber keine Klarheit besteht, brächte die geplante Regelung massive Rechtsunsicherheit. Wichtiger sind jedoch die Konsequenzen für ausge-reifte und bewährte Geschäftsmodelle der deutschen Fondsbranche. Betroffen wären beispielsweise Master-KAGs, die das Fondsmanagement und Teile des Risikocontrolling an Dritte auslagern. Auch die Auslagerung des gesamten Risikocontrollings innerhalb des Konzernverbundes auf eine zentrale Konzerneinheit wäre gefährdet. In beiden Fällen steht die Gesamtverantwortung der KAG für die Fonds nicht infrage.

Verschärfte Haftung der Verwahrstelle

Ein Schwerpunkt der AIFM-Richtlinie sind die Regelungen zur Verwahrstelle, also der Depotbank. Der Madoff-Skandal, der auch einige wenige OGAW aus Luxemburg und Irland in Mitleidenschaft gezogen hatte, veranlasste den EU-Gesetzgeber zu einer umfassenden Regulierung der Verwahrstelle. Neben einer Klarstellung der Aufgaben und Zuständigkeiten bringt die Richtlinie strenge Haftungsregeln. Demnach

haftet die Depotbank grundsätzlich immer für den Verlust von verwahrten Vermögensgegenständen, es sei denn, der Verlust wäre auf höhere Gewalt zurückzuführen. Damit müsste die Depotbank künftig bei Betrug durch einen Unterverwahrer, wie im Madoff-Fall geschehen, den Schaden ersetzen.

Erhöhte Reportingpflichten

Künftig müssen die AIFM gegenüber Anlegern und Aufsicht zusätzliche Informationen bereitstellen. Gegenüber der Aufsicht muss zukünftig nicht nur einmal im Jahr, sondern vierteljährlich über die von ihnen gemanagten Fonds berichtet werden. Die aktuellen Vorschläge unterscheiden dabei nicht zwischen einzelnen Fondstypen und deren Risikoprofil, sondern orientieren sich insgesamt an den Reporting-Anforderungen für Hedgefonds. Damit muss der AIFM gegenüber der Aufsicht für alle Fonds umfangreiche Berichtspflichten erfüllen, auch wenn die einzelnen Fonds keine riskanten Anlagestrategien verfolgen.

Zudem muss der AIFM den Anleger bereits vor Erwerb über bestimmte Risiken des Fonds informieren. Beispielsweise muss er sein Liquiditätsrisikomanagement beschreiben und angeben, in welcher Art und Weise und bis zu welcher Höhe er Hebelfinanzierungen einsetzen will. Darüber hinaus erhöhen sich die regelmäßigen Informationspflichten in den Jahresberichten der Fonds. Die Berichte müssen künftig etwa über das Risikomanagementsystem informieren. Auch über die Verletzung einzelner Risikolimits und die jeweils getroffenen Maßnahmen zur Abhilfe soll berichtet werden. Darüber hinaus müssen die gesamte Höhe der Hebelfinanzierungen sowie die Vergütung der Mitarbeiter dargelegt werden. In der Folge werden Fonds und deren Risikoprofil für den institutionellen Anleger noch transparenter. Für den AIFM bedeutet dies einen zusätzlichen Anpassungsbedarf der Risikobeschreibungen in den Vertragsbedingungen, Anlagerichtlinien und Jahresberichten. Die neuen Berichtspflichten gegenüber der Aufsicht werden einen deutlich erhöhten IT- und Personalaufwand nach sich ziehen.

Richtlinie erschwert das Fondsmanagement

Bisher gilt für Fonds, die dem Investmentgesetz unterliegen, auch das Investment-

steuergesetz. Dies hat beispielsweise zur Folge, dass Veräußerungsgewinne der Fonds grundsätzlich erst bei Ausschüttung an den Anleger zu versteuern sind. Dachfondsmanager wissen heute, dass alle durch das Investmentgesetz vorgegebenen Zielfonds dem Investmentsteuergesetz unterworfen sind.

Mit der Umsetzung der AIFM-Richtlinie droht nun Verwirrung. Auch Geschlossene Fonds und Private Equity Fonds könnten zukünftig mögliche Zielfonds werden. Weder für geschlossene noch für Private Equity Fonds gilt aber das Investmentsteuergesetz. Solche Zielfonds könnten von den Dachfondsmanagern mit den bestehenden Instrumenten steuerlich nicht adäquat behandelt werden.

Pension Pooling eröffnet heimischen KAGs neue Märkte

Die AIFMD-Umsetzung bringt auch Gutes. Derzeit lässt im Regelfall jede nationale Einheit eines Konzerns das Vermögen der Pensionszusagen in ihrem jeweiligen Ansässigkeitsstaat verwalten. Stattdessen kann der Konzern die Assets auch bündeln.

Damit lassen sich Vermögensverwaltung, Risikocontrolling und Berichtswesen vereinheitlichen und zentralisieren. Über die entsprechenden Skaleneffekte und Einsparungen kommt dies den Arbeitnehmern durch ein besseres Anlageergebnis zugute.

Gehemmt wurde die Entwicklung bisher jedoch durch ein steuerrechtliches Problem: Die gebündelten Vermögen dürfen nicht stärker mit Quellensteuern belastet werden. Die Bündelung muss ferner die für betriebliche Altersversorgung günstigen Doppelbesteuerungsabkommen (DBA) erhalten. Erforderlich ist also ein für die DBA-Regeln transparentes Investmentvermögen.

Die heutigen Rechtsformen deutscher Fonds – Sondervermögen und Investment-AG – sind hierfür allerdings ungeeignet. Die Steuerbehörden vieler Staaten betrachten sie als DBA-intransparent. Die neue Rechtsform einer Investment-KG gestattet DBA-transparente Produkte. Damit können deutsche Kapitalanlage-Gesellschaften zukünftig in den Wettbewerb mit Anbietern aus anderen Staaten treten, die bereits Pension-Pooling-Lösungen anbieten.