

Ein erster Schritt – doch viele Fragen bleiben

AIFM-Richtlinie. Die EU-weite Regulierung wird das Segment der Geschlossenen Immobilienfonds stark verändern. Über die Folgen ist man sich indes noch uneins.

Norbert Jumpertz, Staig

Wenige Wochen vor Weihnachten pasierte die AIFM-Richtlinie – für viele überraschend – das EU-Parlament. Dadurch wurde die Tür geöffnet, dass das Regelwerk Anfang 2011 in Kraft treten konnte. „Das war überraschend, denn die EU-Kommission wurde von Interessenorganisationen – auch der deutschen Immobilienwirtschaft – mit einer Flut von – fast 2.000 (!) – Änderungsvorschlägen überschüttet“, sagt Fondsexpertin Beatrix Boutonnet.

Die EU-Staaten müssen die Richtlinie binnen zwei Jahren in nationales Recht übertragen. „Ferner muss die neue EU-Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA von

den 66 Artikeln der Richtlinie 23 mit Durchführungsverordnungen konkretisieren“, weiß Steuerberater Johannes Nölke, Managing-Partner der Beratungsgesellschaft optegra:hhkl. Das soll bis September 2011 erledigt sein.

Ziel: Stabilisierung

Ziel der Richtlinie ist die Stabilisierung des europäischen Finanzsystems. Deshalb sollen die Manager alternativer Investmentfonds (AIFM) EU-weit kontrolliert werden. Doch wer ist laut Richtlinie „Manager“? Wegen der in Deutschland bei Geschlossenen Fonds üblichen Kommanditgesellschaftskonstruktion ist zu klären: Ist etwa der Komplementär, der geschäftsführende Kommanditist, der mit der Geschäftsbesorgung Beauftragte, der Portfoliomanager oder der Fondsinitiator als Manager einzustufen?

Die deutsche Immobilienbranche kritisierte von Anfang an, dass der Geltungsbereich der Richtlinie zu weit gesteckt wurde. In „einen Regulierungstopf“ wurden so verschiedenartige Investmentvehikel wie Hedge-, Offene Immobilien-, Spezial- und Infrastrukturfonds sowie Geschlossene Fonds gesteckt. Geschlossene Beteiligungen sind ein vor allem für deutsche Privatanleger konzipiertes Anlageprodukt, das „nicht europäisch, sondern auf nationaler Ebene reguliert werden sollte“, betont Eric Romba, Hauptgeschäftsführer des VGF Verband Geschlossene Fonds.

Mit dieser Ansicht konnte sich der VGF nicht durchsetzen. „95 Prozent der Geschlossenen Fonds werden unter die Richtlinie fallen“, sagt Romba. Es gibt zwei Schwellenwerte, die entscheidend dafür sind, ob die Richtlinie Anwendung findet: 100 Millionen Euro bei fremdfinanzierten Fonds – dem typischen Modell für Geschlossene Immobilienfonds –, 500 Millionen Euro bei Eigenkapitalfonds. Romba ist überzeugt, dass die Branche „keine Hintertürchen suchen wird, um die Richtlinie zu umgehen“.

ZIA: Verhaltene Resümee

Beim ZIA – Zentraler Immobilien Ausschuss und beim Bundesverband für Alternative Investments (BAI) fällt das Urteil verhaltener aus. „Die Richtlinie lässt in manchen Passagen zu viel Interpretationsspielraum“, kritisiert ZIA-Geschäftsführerin Tanja Wiebe. Beispiel Anwendungsbereich: Es sei unklar, ob Real Estate Investment Trusts (REITS) und Immobilienaktiengesellschaften unter die Richtlinie fallen. Allerdings habe das Bundesfinanzministerium, so Wiebe weiter, signalisiert, dass Immobilienaktiengesellschaften (ImmoAG) und REITS nicht von der Richtlinie erfasst werden sollen.

Der BAI pocht ebenfalls auf eine Lösung. „REITS und ImmoAG sind bewährte Anlagevehikel, die weder die Immobilienblase in den USA platzen ließen noch die Finanzmarktkrise verur-

sacht haben“, sagt Frank Dornseifer, Geschäftsführer Recht und Policy des BAI. Er hält das Herausstellen der Eigenart von REITS und ImmoAG für den besten Weg, damit sie aus dem AIFM-Katalog gestrichen werden.

Offene Immobilienfonds fallen dagegen auf jeden Fall unter die Richtlinie. Der Bundesverband Investment und Asset-Management (BVI) hält das für nicht weiter tragisch. „Alles, was da kommt, ist für unsere Mitglieder zum größten Teil längst geübte Praxis“, heißt es dort. Mehr zu beißen hat die Branche da schon an den Änderungen, die das „Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und der Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts“ für das Management der Anteilsrücknahme mit sich bringen wird. Dornseifer sieht Überschneidungen zwischen den aktuellen deutschen Regulierungsbestrebungen und der AIFM-Richtlinie. Beispiel: Liquiditäts- und Risikomanagement – die Achillesferse vieler Offener Immobilienfonds. „Aus der Richtlinie lässt sich ableiten, dass stärker zwischen privaten und institutionellen Anlegern zu differenzieren ist“, erklärt Dornseifer. Das würde wohl auf getrennte Anteilsklassen für beide Anlegergruppen hinauslaufen.

Bei Geschlossenen Immobilienfonds wurde dem Liquiditäts- und Risikomanagement bislang wenig Beachtung geschenkt. „Wenn sie Währungskredite zur Finanzierung einsetzen, wurde die Wechselkursentwicklung mitverfolgt.

Doch systematisch alle Risiken eines Fondsinvestments zu erfassen, zu bewerten und permanent zu überwachen – wie es die AIFM-Richtlinie fordert –, das ist für die Mehrzahl der Branchen-Player Neuland“, so Nölke.

Der Verband VGF gibt sich gelassener: „Es wäre falsch, in Aktionismus zu verfallen, bevor feststeht, was ein Liquiditäts- und Risikomanagementsystem leisten muss“, kontert Romba. Ungeachtet dessen sind einige Akteure – darunter Hannover Leasing und REAL I.S. – bereits dabei, sich auf das AIFM-Zeitalter einzustellen.

„Die Richtlinie dürfte großen Emissionshäusern Wettbewerbsvorteile verschaffen“, mutmaßt der Branchenkenner Nölke. Denn der durch die Regulierung verursachte Kostenanstieg wird die Rentabilitätsschwelle Geschlossener Fonds weiter nach oben drücken. Daher erwartet er, dass ein Trend zu größeren Fondsvolumina einsetzt, damit die Belastungen nicht so stark ins Gewicht fallen. Eine Fusionswelle auf dem Sektor der Geschlossenen Fonds dürfte jedoch nicht ausgelöst werden.

Die Akzeptanzfrage

Darüber hinaus gibt es Chancen, dass das bislang speziell für den Retail-Kunden in Deutschland konzipierte Produkt „Geschlossener Immobilienfonds“ in Europa auf mehr Akzeptanz stößt. Fondsberater Nölke ist weniger optimistisch:

„Der Geschlossene Immobilienfonds ist ein spezifisch deutsches Anlageprodukt, das nur wegen einer Vertriebslaubnis und höheren Transparenzstandards – zum Beispiel bei der Bewertung – dort kaum automatisch mehr Akzeptanz finden dürfte.“ Laut Michael Kohl, Geschäftsführer der CFB Commerz Real Fonds Beteiligungsgesellschaft, ist die Vertriebsfreiheit für Fondsprodukte ohnehin auf institutionelle Investoren beschränkt.

Geschlossene Immobilienfonds, die vor der Umsetzung der Richtlinie in nationales Recht aufgelegt wurden, genießen Bestandsschutz. Doch Romba kann sich vorstellen, dass viele Fonds sich sogar nachträglich freiwillig um das „EU-Gütesiegel“ bemühen.

Auf einen Blick

- Die AIFM-Richtlinie trat Anfang 2011 in Kraft, binnen zwei Jahren ist sie in deutsches Recht umzusetzen.
- Fast alle Geschlossenen (Immobilien-) Fonds fallen unter die Richtlinie: der VGF – Verband Geschlossener Fonds befürwortet das Regelwerk, der ZIA Zentraler Immobilien Ausschuss hat Vorbehalte.
- Bei Offenen Immobilienfonds könnten geplante deutsche Regelungen im Widerspruch zur Brüsseler Richtlinie stehen.
- Große Emittenten werden die Kosten für die Vorgaben der Richtlinie leichter schultern. Ein EU-Pass nutzt dem Auslandsvertrieb Geschlossener Fonds wenig.