

# Regulierung geschlossener Fonds nach dem KAGB: die neue Welt für Emissionshäuser, Verwalter und Investoren

portfolio institutionell

Alternative Anlagen

4. August 2014



geschlossenen Verwahrstelle

	31 KV
bankiers	6 KVG
	4 KVG

; 30.06.2014; Quelle: Itech GmbH

Karsten Wiede

**Die Frist zur Nutzung der Übergangsvorschriften des KAGB ist am 22. Juli abgelaufen. Der richtige Zeitpunkt, einen Rückblick und Ausblick zur Regulierung der geschlossenen Fonds zu geben. Gastbeitrag von Karsten Wiede, Berater bei Itech**

Mit Umsetzung der AIFMD in deutsches Recht wurden geschlossene Fondsvehikel erstmalig vollumfänglich durch den Gesetzgeber reguliert. Nur wenige Emissionshäuser dürften sich darüber gefreut haben, denn Vorbehalte und Bedenken gab es viele. Zum Beispiel, dass es durch die Verpflichtung, sich von einer Verwahrstelle kontrollieren zu lassen, zu einer Einschränkung der eigenen Handlungsfähigkeit kommt. Die damit verbundenen Verwahrstellengebühren wurden anfänglich von den Verwahrstellen noch mit drei bis 15 Basispunkten bepreist und mussten entsprechend in die Fondskalkulation einkalkuliert werden.

Es war unklar, ob künftige Investoren bereit sein würden, die Kosten hierfür zu bezahlen. Mittlerweile betragen die Verwahrstellengebühren, abhängig von Fondsgröße, Struktur und Asset-Klasse, etwa einen bis sieben Basispunkte, und kaum ein institutioneller Anleger wäre tatsächlich bereit, zur Steigerung seiner Rendite auf die Verwahrstelle zu verzichten. So ist es nicht verwunderlich, dass mittlerweile die Verwahrstellengebühren dem Fonds belastet werden und somit per se zulasten der Anlegerrendite gehen.

Während diese Kosten grundsätzlich nicht von den Emissionshäusern zu tragen waren, ist der Aufwand, eine Bafin-Genehmigung als Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) zu erhalten, immens. Neben dem Tagesgeschäft mussten neue Prozesse etabliert werden, so dass Tätigkeiten wie zum Beispiel die Portfolioverwaltung, das Fondscontrolling oder das Risikomanagement klar voneinander getrennt sind und die Verwahrstelle miteinbezogen ist. Neue Stellenprofile mussten geschaffen und neue Aufgaben verteilt werden. Ferner gibt es klare gesetzliche Vorgaben, in welcher Gesellschaftsform die KVG betrieben werden darf, so dass auch gesellschaftsrechtliche Umstrukturierungen erfolgen mussten. Erst im Anschluss daran konnte damit begonnen werden, die benötigten Antragsunterlagen aufzubereiten und der Bafin rechtzeitig zukommen zu lassen. Entsprechende Genehmigungsanträge der KVGs mussten bei der Bafin bis zum 22. Juli 2014 eingereicht worden sein. Andernfalls wäre die Verwaltung sowie der Vertrieb von alternativen Investmentfonds (AIF) bis zur Genehmigung durch die Bafin untersagt. Als Übergangslösung bleibt nur die Möglichkeit, sich einer Master-KVG zu bedienen. Dies ist insbesondere für kleine KVGs aufgrund der hohen Kosten für die KVG-Lizensierung eine gute Alternative, um auch künftig ohne eigene KVG-Lizenz geschlossene Fonds zu strukturieren. Welcher Marktteilnehmer diese Option nutzen wird, wird sich mittelfristig zeigen. Viele Emissionshäuser haben mittlerweile jedoch bekanntgegeben, nur bereits bestehende Fonds zu verwalten.

Aufgrund der vielfältigen Anforderungen und der neuen Beteiligten ist es nicht verwunderlich, dass sich fast alle Emissionshäuser und Verwahrstellen von Unternehmensberatern Unterstützung und Fachwissen eingekauft haben. Waren es zu Beginn des Jahres 2013 noch circa 15 Depotbanken, die bereits offene Immobilien-Sondervermögen überwachten und das neue Geschäftspotenzial „alternative Investmentfonds“ unter sich aufzuteilen versuchten, sind davon heute gerade einmal ein Drittel übrig geblieben, die diesen Service für alternative Investmentfonds überhaupt noch anbieten. Nach der Entscheidung der Deutschen Bank, das Depotbankgeschäft der Sal. Oppenheim nicht fortzuführen, hat sich die Anzahl weiter reduziert. So haben die drei großen Verwahrstellen zum 30. Juni dieses Jahres mit 41 KVG Verwahrstellenverträge abgeschlossen.

Fragezeichen hinter kleinen und mittleren Emissionshäusern

Zu Beginn des Jahres 2013 waren schätzungsweise 350 KVGs in Deutschland tätig. Es ist davon auszugehen, dass die ein oder andere KVG noch bis zum 21. Juli einen Verwahrstellenvertrag abschließen wird. Leider liegen die Zahlen der alternativen Verwahrstellen nicht vor. Dennoch sieht es so aus, als sei die Anzahl der KVGs für geschlossene Fonds massiv zurückgegangen. Während die großen Marktteilnehmer, wie zum Beispiel die DB Private Equity, KGAL oder Real I.S., keine Kosten und Mühen gescheut haben, eine KVG-Lizenz zu beantragen, sind es die kleinen und mittleren Emissionshäuser, dessen Zukunft offen ist. Entweder werden sich diese künftig ganz vom Markt zurückziehen, ihre Fonds von einer Master-KVG verwalten lassen, oder sie haben sich für eine alternative Verwahrstelle entschieden, wie von manchem Wirtschaftsprüfer und Notar angeboten. Kleine Emissionshäuser haben zudem die Möglichkeit, Ausnahmebestimmungen nach Paragraph zwei KAGB zu nutzen. Da die dort genannten Schwellenwerte sehr niedrig sind, dürfte sich die Anzahl der infrage kommenden Emissionshäuser ebenfalls in Grenzen halten. Als Anlageziel für institutionelle Investoren spielen diese Fonds aufgrund ihrer Fondsgröße

ohnehin eine eher untergeordnete Rolle. Die Quantität der geschlossenen Fonds wird demnach mit großer Sicherheit sinken. Inwiefern dieses aber zu einer Erhöhung der Qualität führen wird, kann leider nur die Zukunft zeigen. Insbesondere vor dem Hintergrund, dass die aktuelle Anzahl der von der Bafin genehmigten alternativen Investmentfonds noch zu gering ist und Wertsteigerungen im wesentlichen Umfang vom Asset Management der KVGen abhängig sind, können im besten Fall ohnehin nur Prognosen abgegeben werden.

Vor dem Hintergrund der momentanen Niedrigzinspolitik und den damit einhergehenden Herausforderungen für die gesamte Versicherungsbranche werden alternative Investmentfonds zunehmend interessanter. So manches Emissionshaus sieht sich plötzlich von institutionellen Investoren mit dem Problem konfrontiert, Gelder für Investitionen bereitgestellt zu bekommen, die sie aufgrund fehlender Anlageobjekte kurzfristig nicht investieren können. Auch wenn derzeit die Investitionsmöglichkeiten in geschlossene Fonds eher begrenzt sind, dürften diese künftig für institutionelle Investoren weiter an Bedeutung gewinnen. Angesichts der nahezu gleichen Regulierung wie für Ogaw nähern sich beide Beteiligungsformen immer weiter an. Die Unterschiede verringern sich, und der graue Kapitalmarkt wird weißer.

Die ehemaligen Depotbanken und Kapitalanlagegesellschaften haben bereits viel Erfahrung in ihrer Zusammenarbeit sammeln können. Die etablierten Abstimmungsprozesse zur Überwachung der Kapitalanlagegesellschaften für Sondervermögen wurden, soweit möglich, auf die KVGen für alternative Investmentfonds übertragen. Ein beidseitiger Wissenstransfer für gesellschaftsrechtliche Strukturen von geschlossenen Fonds auf der einen Seite und Prüfprozesse auf der anderen ist daher unumgänglich. Auch wenn es die Aufgabe der Verwahrstelle ist, das Anlegerinteresse zu vertreten und die KVGen zu überwachen, sollten sich KVG und Verwahrstelle eher als Sparringspartner verstehen und sich rechtzeitig gegenseitig in Prozesse und Vorhaben einbinden. Verzögerungen oder Fehler werden in den seltensten Fällen im Anlegerinteresse sein.

Für den Anleger hat die Regulierung der geschlossenen Fonds, mit Ausnahme der indirekt durch den Fonds zu tragenden Kosten für die Verwahrstellengebühr, ausschließlich Vorteile. Nur erfolgreiche Emissionshäuser können sich eine KVG-Lizenz leisten oder den Auswahlprozess bei einer Master-KVG durchlaufen. Dieses wird kurzfristig zur Folge haben, dass nur noch KVGen auf dem Markt sein werden, die bereits einen entsprechend positiven Track Record vorweisen können. Nachweisbar wird sich kein Emissionshaus Reputationsschäden leisten können. Darüber hinaus kann der Anleger auch weitere Services der Verwahrstelle in Anspruch nehmen. Beispielsweise bieten diverse Verwahrstellen als von der KVG unabhängiges Unternehmen eigene Anleger-Reportings an. Folglich kann der institutionelle Investor sein eigenes Reporting entsprechend anpassen und gegebenenfalls reduzieren.

Für die meisten Kapitalanleger werden Kapitalerhalt und Rendite die beiden zentralen Anforderungen an einen Investmentfonds darstellen. Dank der laufenden Kontrolle der Anlagebedingungen durch die Verwahrstelle wird in Verbindung mit der Zahlungsfreigabe, den Verfügungsbeschränkungen zugunsten der Verwahrstelle und der Haftung durch die Verwahrstelle zusätzliche Sicherheit erreicht. Schließlich ist es einer KVG nur möglich, Investments für einen Fonds einzugehen, die mit den Anlegern vorab vereinbart beziehungsweise nicht ausgeschlossen sind. Nichtsdestotrotz spornt eine neue Regulierung auch findige Rechtsanwälte und Steuerberater an, Investoren Produkte anzubieten, die nicht der Regulierung unterworfen sind. Gelegenheiten, in in- und ausländische Produkte zu investieren, wird es somit weiterhin geben. Inwiefern diese Produkte die zuvor von den Anbietern gemachten Versprechen tatsächlich einhalten können, bleibt jedoch abzuwarten.

portfolio institutionell, Ausgabe 7/2014

**Autoren:**

---