



360° Kompetenz für rundum beste Aussichten

White Paper

Das AIFM-Übergangsjahr 2014

Aktuelle Entwicklungen und Diskussionen

Die deutsche Fondsbranche ist durch die Umsetzung der AIFM-Richtlinie mit radikalen Veränderungen konfrontiert. Das Jahr 2014 wird von der Branche als Übergangsjahr bezeichnet: Zum einen endete im Juli die Übergangsfrist zur Einreichung eines Zulassungsantrages und zum anderen wurden verbliebene Unklarheiten weitestgehend aufgelöst, so dass davon auszugehen ist, dass die „Schockstarre“ der Branche überwunden sein könnte. Der folgende Beitrag stellt aktuelle Entwicklungen und Diskussionen in den strategischen Kontext bzgl. Wettbewerb, Geschäftsmodell, Organisation und Prozesse sowie Kosten.

Regulatorischer Rahmen

Die AIFM-Richtlinie zur Regulierung der Manager alternativer Investmentfonds ist eine der tiefgreifendsten Reformen seit Beginn der Fondsregulierung im Jahr 1957. Ziel der AIFM-Richtlinie war es, unter dem Eindruck

Die Entwicklung der AIFM-Richtlinie

11.11.2010: Die Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIF) wird vom EU Parlament angenommen

16.05.2013: Das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) wird im Bundestag verabschiedet

22.07.2013: Das KAGB tritt in Kraft

22.07.2014: Die einjährige Übergangsphase, um Erlaubnisantrag bei der BaFin zu stellen, endet

21.01.2015: Ende der verlängerten Übergangszeit (Erlaubnisantrag gestellt, aber noch nicht bewilligt). Ohne Lizenz ist der Geschäftsbetrieb einzustellen

22.07.2015: Frühester Zeitpunkt für einen EU-Pass

der Finanzkrise stehend, die bisher kaum oder nur wenig regulierten Bereiche des Finanzmarktes einer umfassenden Regulierung zu unterwerfen, um dadurch die Finanzmarktstabilität in Europa dauerhaft zu stärken, einen einheitlichen europäischen Investmentfonds-Rechtsrahmen zu schaffen sowie Investmentfondsanleger zu schützen.

In Deutschland findet die Umsetzung maßgeblich auf Basis des Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB), welches im Juli 2013 in Kraft

getreten ist, statt. Auf dieser Grundlage kontrolliert und reguliert die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) einheitlich die Initiatoren und Verwalter aller Investmentvermögen.

Nach dem Inkrafttreten des KAGB mussten jedoch zunächst regulatorische Unklarheiten adressiert und angepasst werden – maßgeblich durch das Aufsichtsrechts-Anpassungsgesetzes („KAGB-Reparaturgesetz“) erfolgen, welches im Konsens zwischen Regierung und Fondsbranche entstand. Es enthält neben überwiegend redaktionellen Anpassungen u.a. eindeutige Definitionen von offenen und geschlossenen Fonds oder Erläuterungen zur Berechnung der Gesamtkostenquote als wesentlicher Teil der Anlegerinformation.

Das KAGB gewährte unter anderem wegen zu klärender Fragen eine Übergangsfrist. Fondsanbieter und Kapitalverwaltungsgesellschaften durften ihre bisherige Tätigkeit zunächst ohne eine neue Erlaubnis nach dem KAGB bis zum 21. Juli 2014 fortsetzen. Seitdem muss der aktive Vertrieb von Investmentfonds eingestellt werden, wenn deren Vertrieb auf einer Übergangsvorschrift beruhte. Soweit diese Gesellschaften einen Erlaubnisantrag bei der BaFin eingereicht haben, dürfen diese jedoch bis zur Erlaubniserteilung, spätestens aber bis zum 21. Januar 2015, neue AIFs auflegen und verwalten. Wird die Erlaubnis bis dahin nicht erteilt, ist der Geschäftsbetrieb einzustellen. Ausnahmen von der Erlaubnispflicht existieren nur für bestimmte geschlossene Investmentfonds, die unter die Bestandsschutzregelungen des KAGB fallen.

Zulassung & Registrierung

Die Umsetzung der Vorgaben für Fondsmanger wurde **von allen Beteiligten unterschätzt**. Europaweit liegen Unternehmen, aber auch Aufsichtsbehörden hinter ihren Zeitplänen, so dass bislang nur ein Drittel überhaupt eine Geschäftslizenz vorweisen kann. In Deutschland wurden bis Ende Juni nach Angaben der Finanzaufsicht BaFin 111 Erlaubnisansträge eingereicht, darunter 39 von bislang nichtregulierten Adressen. 32 davon sind schon genehmigt: 15 von bereits regulierten, 17 von bis jetzt unregulierten Anbietern. Von den eingereichten Registrierungsanträgen hat die BaFin 70 abgearbeitet. Darüber hinaus erwartet die Behörde noch 20 Erlaubnisansträge. Jeder zweite alternative Anbieter hatte, einer Umfrage von Alceda zufolge, 4 Tage vor der Registrierungsfrist noch keinen Zulassungsantrag gestellt.

Die **KVG-Registrierung stellt für Kleinanbieter** eine Alternative dar: Verwalter inländischer Publikumsfonds, die Investitionsvolumen von bis zu 100 Millionen Euro verwalten, bedürfen keiner KVG-Lizenz, müssen sich aber bei der BaFin registrieren und unterliegen somit ebenfalls bestimmten Verhaltens- und Organisationspflichten sowie Regelungen zur Verwahrstelle und zum Vertrieb. Die Darstellung der Kontrollsysteme und der Compliance ist bzgl. der Komplexität deutlich geringer im Vergleich zur Lizenzierung. Die Registrierung ist gleichzeitig kostengünstiger. Vorteil ist zudem, dass sich Kleinanbieter auf diese Weise auf die Registrierung vorbereiten

können, denn es ist davon auszugehen, dass der Markt mittelfristig eine KVG-Lizenzierung fordern wird.

Wettbewerb

Die Umsetzung der AIFM-Richtlinie auf nationalstaatlicher Ebene und eine hieraus resultierende **mangelnde EU-weite Harmonisierung** hat vor allem zwei wesentliche Auswirkungen.

Auf der **zwischenstaatlichen Ebene** der europäischen Mitgliedsstaaten ermöglicht die unterschiedliche Auslegung bzw. Umsetzung die **Existenz von Wettbewerbsverzerrungen und -vorteilen**. Während beispielsweise in Deutschland ein sehr rigider und komplexer Ansatz verfolgt worden ist, versucht speziell Luxemburg sich weiterhin für internationale Investoren | Fonds interessant zu machen, indem nahezu alle in- und ausländischen (auch außereuropäischen) Rechtsformen zugelassen werden und die Gesetzgebung weniger restriktiv ist. Ein Indikator für die unterschiedlich restriktive Auslegung ist, dass in Deutschland mehr als 80% des Fondsmarktes durch die neuen Vorgaben betroffen sind, während es in Luxemburg beispielsweise nur 16% sind.

In Bezug auf das Rechtsverhältnis **zwischen europäischen und außereuropäischen Ländern** zeigt sich ebenfalls eine fehlende EU-Harmonisierung. Liegt der Sitz eines AIF außerhalb der EU und wird der Vertrieb in mehreren EU Mitgliedsstaaten in Erwägung gezogen, so sind für jedes einzelne europäische Land die Voraussetzungen gesondert zu prüfen und einzuhalten. Aktuell existiert für solche Fonds **kein EU-Pass**, welcher für nicht in der EU ansässige Verwaltungsgesellschaften frühestens nach dem 22. Juli 2015 verfügbar sein wird.

Geschäftsmodelle

Geschäftsmodelle und –zweige stehen vor dem Hintergrund der regulatorischen Anforderungen europaweit auf dem Prüfstand. Durch die Einführung des KAGB vor einem Jahr hat ein **Marktbereinigungsprozess** begonnen. Die Anbieter müssen sich entscheiden, ob und wie sie sich neu aufstellen wollen. Während die einen Emissionshäuser sich mit der Adaption des KAGB schwertun, nehmen andere die Änderungen als bewussten Beitrag zur Qualitätssteigerung wahr.

Konsolidierungen sowie das **Zusammenführen von europaweiten Fondsverwaltungstätigkeiten** in einer einzigen Gesellschaft (sog. „Super Management Companies“) sind wahrscheinlich.

Die Adaption der Regulierungen, insbesondere im bisher weniger stark regulierten Bereich wie z.B. dem der geschlossenen Fonds, führt in diesem Zusammenhang zu einer verstärkten **Nachfrage nach spezialisierten Dienstleistungsangeboten** bzw. zu einer entsprechenden Adjustierung der Auslagerungs- bzw. Dienstleistungsstrategie (**Anpassung Wertschöpfungstiefe**). Die stark gestiegenen bürokratischen, organisatorischen und prozessualen Anforderungen können dazu führen, dass Teile der Wertschöpfungskette an spezialisierte Dienstleister outgesourced werden. Dies beinhaltet nicht allein die vorgeschriebene Beauftragung einer Verwahrstelle, sondern ebenfalls verstärkte Überlegungen zu Auslagerungen von Administration (KVG) und | oder weiterer spezialisierter Dienstleistungen wie Fonds- und Risikomanagement, Reporting oder die Buchhaltung. Dies wird ebenfalls dazu führen, dass Anbieter, die bereits entsprechend aufgestellt sind, die entsprechende Expertise besitzen und die notwendigen Rahmenbedingungen vorweisen können, ebenfalls **vermehrt entsprechend Dienstleistungen für Dritte** erbringen werden.

Für viele Anbieter in Deutschland bleibt es nichtsdestotrotz gegenwärtig eine strategische Überlegung, **weite Teile der Wertschöpfung dem Kunden weiterhin in Eigenregie anzubieten**. Insbesondere institutionelle Kunden fordern regelmäßig auch von kleinen und mittelgroßen Anbietern das komplette Dienstleistungsangebot „aus einer Hand“. Daher müssen Fondsgesellschaften in Deutschland gegenwärtig auch eine eigene KVG besitzen. Diese spezielle Struktur gibt es in Europa nur hierzulande und lediglich ausländische Anbieter, wie Invesco, SEB oder Julius Bär, stellen diesbezüglich eine Ausnahme dar.

Die Regulierung stellt trotz der Schwierigkeiten und Kosten eine **Chance für die gesamte Branche** dar. So bietet die „neue Welt“ einen **erwarteten Reputationsgewinn** insbesondere vor dem Hintergrund der jüngsten Skandale (u.a. Prokon, Wölbern, S&K-Gruppe). Erhöhte Transparenz, rechtliche Klarheit und eine höhere Anbieterqualität werden als die großen Vorteile des Übertritts in die regulierten Anlageklassen gewertet. Gerade in einer Zeit fehlender risikoloser Anlagen und historischer Niedrigzinsen benötigt auch der Publikumsmarkt die Möglichkeit von Beteiligungen an Sachwerten.

Die im Zuge der Richtlinien-Implementierung beschlossene **Abschaffung der Leistungsbilanz** könnte hingegen ein Risiko darstellen und den Ruf der Branche beschädigen. Die Entscheidung wird gleichermaßen von Anlegerschützern und diversen Initiatoren abgelehnt. Ein Großteil der Emittenten will aber

an der Dokumentation seiner Fonds durch die Leistungsbilanz festhalten und diese freiwillig weiterhin veröffentlichen.

Produkte

Die Einführung des KAGB hat die Branche generell in eine Art „**Schockstarre**“ während des **Übergangsjahres** versetzt. Das Ziel ab 2014 eine Vielzahl neuer Produkte auf den Markt zu bringen hat sich als zu ambitioniert erwiesen. Nach Einführung des KAGB gibt es noch **kaum neue Produkte**, weil viele Aspekte aus dem KAGB erst noch mit der BaFin oder dem Bundesfinanzministerium geklärt werden mussten. Einige Emissionshäuser geschlossener Fonds waren davon getroffen, dass sie seit Mitte 2013 kein Neugeschäft mehr bis zur Einreichung ihres Lizenzantrages betreiben durften. **Der Umsatz der Branche bricht entsprechend im gegenwärtigen Umfeld weiter ein**, da vor allem das Geschäft mit Publikumsfonds stark rückläufig ist. Des Weiteren ist die Zukunft des Geschäftes mit Zweitmarktfonds für Privatanleger gegenwärtig ebenfalls aufgrund der neuen regulatorischen Anforderungen unsicher.

Die **Bedeutung der privaten Anleger schrumpft** somit weiter, während institutionelle Investoren immer wichtiger werden. Die **individuelle Entwicklung von kundenspezifischen Produkten für institutionelle Investoren** hat sich verstärkt als Trend herauskristallisiert. Es ist möglich flexibel auf Gesetzesanpassungen zu reagieren und gleichzeitig maßgeschneiderte Lösungen zu entwickeln. Das KAGB hat es zudem ermöglicht, Spezialfonds zu initiieren, welche sich aus bis zu 100 Investoren finanzieren. Insbesondere Immobilienfonds bleiben vergleichsweise populär.

Die Emittenten haben jedoch neue Produkte in der Pipeline und so sollen z.B. gemäß Bundesverband Sachwerte und Investmentvermögen (bsi) bis Ende 2014 wenigstens 33 neue geschlossene AIF aufgelegt werden: 24 genehmigte Publikums-AIF und 9 Spezial-AIF für semiprofessionelle und professionelle Investoren. Aktuell sind jedoch nur wenige Produkte genehmigt; bei weiteren Genehmigungsverfahren werden noch offenen Fragen diskutiert, wie z.B. mit echtem zu erwartenden Werteverzehr umgegangen werden muss.

Es ist davon auszugehen, dass das Neugeschäft in **2015 ebenfalls auf niedrigerem Niveau** verbleiben wird. Mit einem weiteren Einschnitt im Umsatz der Fondsbranche ist ab 2018 zu rechnen. Aufgrund der Regularien planen zahlreiche Emissionshäuser, ihre Produkte künftig ausschließlich auf dem

Wege der Privatplatzierung zu vertreiben. Dies ist allerdings nur noch bis 2018 möglich, danach ist **das Ende der Privatplatzierungen** besiegelt.

Grundsätzlich bleibt festzuhalten, dass im Zuge der Umsetzung der AIFM-Richtlinie das **Angebot an regulierten Produkten angestiegen** ist und diese Vielfalt noch weiter ansteigen wird.

Produktrends

Entwicklung weg von privaten Anlegern (stärker regulierten Publikumsfonds) hin zu institutionellen Investoren

Spezial AIFs für bis zu 100 Investoren sind populär

Immobilienfonds bleiben eine beliebte Assetklasse

Flugzeugfonds sind, seit diese für institutionelle Investoren entdeckt wurden, der Verkaufsschlager

Infrastrukturfonds (speziell Fonds zur nachhaltigen Energiegewinnung) leiden unter den neuesten Kürzungen von Subventionen)

Organisation & Prozesse

Der mit dem KAGB beabsichtigte Anleger-schutz ist mit organisatorischen, personellen sowie rechtlichen Anpassungen verbunden, die einen Mehraufwand zur Folge haben.

Mit der Eröffnung des Zulassungsverfahrens bei der BaFin sind sämtliche Vorschriften des KAGB und die der Delegierten EU-Verordnung 231/2013 zu beachten. Dies bedeutet vor allem eine notwendige **Anpassung bestehender Prozesse und Organisationsrichtlinien** und eine **Umstellung der Anlagebedingungen** der verwalteten Investmentfonds. Die Erfahrung hat gezeigt, dass der Aufwand hierfür weit umfangreicher ist als prognostiziert. Für bisher nicht regulierte Anbieter geschlossener Fonds beispielsweise erfordert die Anpassung unter Umständen den sehr aufwendigen und kostspieligen Aufbau einer Compliance und Risikomanagement-Organisation. Auch wenn die formelle Umstellung bei den meisten Fondsanbietern und KVGen bereits abgeschlossen ist, werden sich bei der „praktischen“ organisatorischen bzw. prozessualen Umsetzung noch viele Fragen ergeben, auf die es derzeit teilweise noch keine klaren Antworten gibt.

Neben den neuen Erlaubnis-, Zulassungs- und Anzeigeverfahren sind **die deutlich erweiterten Meldepflichten gegenüber der Aufsicht die größte administrative Herausforderung.**

Das Meldewesen verfolgt das Ziel, systemische Risiken frühzeitig zu erkennen. Verwalter von AIF müssen der BaFin daher detailliert über die Risiken ihrer Tätigkeit und der von ihnen verwalteten AIF berichten.

Ein Punkt, der regelmäßig Kritik aus der Branche hervorruft, ist die **herausragende Rolle, die den Verwahrstellen zukommt**. Die Verwahrstellen-Aufgabe übernimmt wahlweise eine Depotbank oder ein Treuhänder als alternative Verwahrstelle. Die grundlegende Aufgabe liegt in der Kontrolle der KVGs bzw. der Fonds. Allerdings ist davon auszugehen, dass nicht alle Verwahrstellen über die gleichen fachlichen Kompetenzen wie die Initiatoren verfügen, aber mit einem Veto-Recht Investitionen verhindern können. Der Auswahl der Verwahrstellen kommt somit eine wichtige Rolle zu.

Für die Verwahrstellen ist das KAGB eine Herausforderung. Denn für eine gründliche Analyse sind Erfahrung, Kompetenz sowie Zeit erforderlich. Da sie haftbar gemacht werden kann, tragen sie ein nicht unerhebliches Risiko. Daher ist der Bedarf für juristische Beratung hoch und die Verwahrstellen werden gleichzeitig ihre Kunden genau auswählen müssen.

Kosten

Zusätzliche Kosten sind nicht nur auf die Zulassung zurückzuführen, sondern insbesondere auf organisatorische und prozessuale Anpassungen inkl. entsprechender IT-Anforderungen und eines erweiterten Meldewesens.

Befragte Mitglieder des Bundesverbands Sachwerte und Investmentvermögen (bsi) schätzen die einmaligen Kosten der Regulierung auf ca. 830.000 Euro. Die jährlichen KVG-Betriebskosten sollen bei durchschnittlich 600.000 Euro liegen. Diese Kosten beinhalten jedoch keine Personalkosten, die durch den **erheblichen Mehraufwand** der ausgeweiteten Berichtspflichten entstehen. In Summe wird davon ausgegangen, dass zusätzliche Kosten von bis zu 2 Mio. Euro durch die Umsetzung des KAGB entstehen. Zusätzlich muss auch **jeder Fonds bei der BaFin registriert und angemeldet werden**.

Die in der AIFM-Richtlinie enthaltenen Ansatz- und Bewertungsvorschriften für die **Steuerbilanz führen ebenfalls zu einer gestiegenen Belastung**.

Dieser Zulassungsprozess bedurfte anfänglich eines Antrags in Papierform und Umfänge von mehreren hunderttausend Seiten waren keine Seltenheit. Die BaFin ist mittlerweile der Branche entgegen gekommen und er-

laubt die Einsendung bestimmter umfangreicher Dokumente auf elektronischem Wege.

Die veränderte Kostenstruktur hat direkte Auswirkungen auf Anbieter und Kunden. Während bei den Anbietern eine Kosten-Nutzen-Analyse darüber entscheidet, ob der Aufwand zu rechtfertigen ist oder es zu einer Konsolidierung der Initiatoren und damit des Angebots an AIFs führt, findet generell eine **Umlage der Kosten zwischen Anleger, Vertrieb und Emittenten** statt. Die tatsächliche Verteilung dieser Umlage wird sich in den nächsten Monaten genauer herausstellen.

Nichtsdestotrotz ist davon auszugehen, dass der **Kostendruck** weiter steigen wird und ggf. die **Renditeaussichten in der Fondsbranche weiter sinken** werden.

Fazit

Die **regulatorischen Erfordernisse** per se stellen eine große Herausforderung für die Branche dar. Aber auch die beschriebenen **Konsolidierungstendenzen** – insbesondere vor dem Hintergrund komplexer Konzernstrukturen und nationaler Besonderheiten – sowie der **steigende Kostendruck** erfordern eine Überprüfung der Strategie sowie effiziente Strukturen der Organisation und schlanke Prozesse, um Wettbewerbsvorteile erhalten oder im Sinne eines Best-Practice-Ansatzes ausbauen zu können.

Autoren

Andreas Morath ist Gründungspartner der TME CONSULTING GmbH und Mitglied der Geschäftsführung mit mehr als 14 Jahren Erfahrung in den Bereichen Real Estate Investment Management, Asset Management und Public Real Estate Management.

Ralph Siebald ist Gründungspartner der TME CONSULTING GmbH und Mitglied der Geschäftsführung mit mehr als 25 Jahre Erfahrung in den Bereichen Financial Services, Asset Management und Real Estate Investment Management.

Dr. Michael Volquarts ist Consultant der TME CONSULTING GmbH im Bereich Real Estate Investment Management und Asset Management.

TME Consulting
Giselastraße 12 | 80802 München
www.tme-consulting.com