



Der Weg durch die Krise

Die Beteiligungsbranche ist 2010 **vielen Herausforderungen ausgesetzt**, durch die sie sich **wie ein Eisbrecher einen Weg suchen** muss.

Spätsommer wird es werden, bis klar ist, ob 2010 die Beteiligungsbranche das Eis gebrochen hat. Solange müssen sich Geschlossene Fonds ebenso warm anziehen, wie die Besatzung des Eisbrechers der US-Küstenwache, der sich vor der Ant-

arktis-Station Mac Murdo durch meterhohe Schollen pflügen muss. Doch während dort Treibeis und frostige Kälte mit technischen Mitteln recht gut zu bewältigen sind, weht der Branche von allen Seiten ein eisiger Wind entgegen.

Einige der Themen werden in den Medien bereits herauf und herunter besprochen. Auf viele der Konsequenzen geht aber kaum jemand ein. Die Bestandsaufnahme: Der lahrende Vertrieb hat im zurückliegenden Jahr zu einem Rückgang der Platzierungs- →

Foto: Norbert Wu/Alinden Pictures/Picture Press

→ zahlen um nn Prozent geführt (siehe S. 12). Das nimmt Emissionshäusern die finanzielle Luft und zwingt sie in einem Zweifrontenkrieg. Zum einen müssen sie ständig ihre Vertriebe antreiben und motivieren, um die angefangenen Produkte vom Hof zu bekommen. Zum anderen müssen sie die finanzierenden Banken zum Stillhalten bewegen.

Speziell Schiffsfondsanbieter haben ihre Pipelines in Erwartung schneller Vertriebsfolge bis zum Bersten gefüllt. Nur durch die Kulanz der Banken hat das noch nicht zum Konkurs einzelner Anbieter geführt. Die Lage ist, wie Schiffsexperte Jürgen Dobert auf dem Hansaforum Schiffsfiananzierung im November 2009 sagte, wieder einmal hochexplosiv: „Um das Orderbuch der deutschen Fondsgesellschaften zu finanzieren, müssten pro Jahr mindestens drei Milliarden Euro platziert werden - eine

! Wichtig zu wissen

Volore magna commolobor sum nos doluptaPero consenis dip eu facil ut wisi.

Nis augait, core consenim augiat adi-onsequis dolor aciduisse te feugiatum iuscipis numsan volorem veliquat. Dui-pit et, se con ullaor auguercipit ad min vel utat. Sequis euis atin eugait luptat.

Illusion. Den Schwarzen Peter haben die Banken, die das jetzt fehlende Eigenkapital vorfinanziert haben.“ Die enormen Bemühungen der Initiatoren, Schiffe wieder abzubestellen, bringen aus Doberts Sicht keine Erleichterung für den Markt: „Stornierungen gelingen nur selten, vielleicht zehn Prozent. Sie sind nur ein Tropfen auf den heißen Stein, weil die meisten Werften die Schiffe trotzdem zu Ende bauen und an andere Reeder verkaufen.“

Blindpools werden zunehmen, erwartet Klaus Fickert vom Emissionshaus König & Cie. „Das klassische Schiff, das Zeichner in Kenntnis von dessen ganzer technischer und wirtschaftlicher Konfiguration finanzieren können, wird nicht mehr der Standard für Beteiligungsprodukte sein können“, urteilt er. „Das sehen wir bereits vielfach bei Solaranlagen. Und nicht einmal Immobilien werden ganz von dieser Entwicklung verschont bleiben.“

In diesen Assetklassen herrscht bereits ein preistreibender Run auf geeignete Objekte. „Speziell bei deutschen Photovoltaikparks wird es durch den neuen Stichtag für die Absenkung der Vergütungen ein Rattenrennen geben“, fürchtet Peter Heidegger. Der Chef des Münchner Neue-Energien-Emissionshauses Chorus sieht ein ernstes Risiko für Anleger. „Was passiert wenn ein Transport mit Modulen ausbleibt oder Wechselrichter zu spät eingebaut werden? Kaum ein Projektentwickler kann die Einnahmeverluste durch zu späte Fertigstellung über die ganze Laufzeit ausgleichen.“

Bei Immobilien dagegen ist der Bestand immens. Doch es gibt nur wenige Büroobjekte, die sich in zwanzig Jahren noch einfach so verkaufen lassen, falls die Umweltstandards für Gebäude so kräftig anziehen, wie in den zurückliegenden zehn Jahren für Automobile. Dann werden nur die wenigen Green Buildings ohne teure Aufwendungen in Gebäudetechnik noch begehrt sein.

Verstärkte Konkurrenz um gut platzierbare Assets gibt es auch im Bereich Flugzeuge (siehe S. 34). Hier sind die bekannten großen Namen unter den Airlines bereits besetzt. Wachstumsstarke Gesellschaften wie Air Asia dagegen sind ohne viel Zusatzargumentation schwer abzusetzen. „Zudem reißen viele Banken mittlerweile das Geschäft wieder an sich“, sagt Matthias Böhm, Geschäftsführer von Doric Asset Finance.

Aus Initiatorensicht ist das veränderte Finanzierungsgehebe der Geldhäuser an vielen Baustellen der Branche schuld. Das ist aber nur ein selbstgefälliger Ausschnitt der Wirklichkeit. Bisher nämlich konnten sich Banken darauf verlassen, dass in einem abschätzbaren Zeitraum das Eigenkapital eingesammelt wurde. Ist das nicht mehr gewährleistet, kommt das Finanzierungsmodell zu Fall, von dem bisher Geldhäuser und Anleger profitierten.

Denn die Bank schafft sich durch das Kapital der Kommanditisten einen Puffer, damit sie Darlehen mit einer entsprechend niedrigen Hinterlegung von Eigenkapital ausreichen kann. Für den Zeichner sorgt der Leverage (siehe S. 50) dafür, dass er ordentlich Geld verdienen kann, wenn erst einmal die Hypothek zurückgezahlt ist.

Trotz aller Zuversicht, die man aus solchen Ergebnissen ziehen könnte, die Banken können nicht mehr wie bisher finanzia-



ren. Denn für ein Geldhaus ist es nicht erst seit Basel II ein Unterschied, ob sie ein Asset komplett selbst oder nur mit einem Beleihungsauslauf von 60 Prozent finanziert. Jeder Eigenheimkäufer weiß, dass die Zinsen umso höher ausfallen, je mehr die Bank ins Risiko gehen muss.

Es gibt wenige Alternativen. „Denkbar ist allerdings dass der Verkäufer einen entsprechenden Teil des Kaufpreises erst nach der Einwerbung einfordert“, weist IGB-Geschäftsführer Joerg Kanebley einen Ausweg. Solche neudeutsch Sellers Loan genannten Lieferantenkredite sind in anderen Bereichen der Wirtschaft durchaus üblich. Dass der Verkäufer eines Assets, Projektentwickler oder Werft, sich das Risiko auflädt, das Eigenkapital zwischenzufinanzieren, führt im Wettbewerb um attraktive Objekte zu Nachteilen – denn Geschlossene Fonds sind nur ein Modell der Finanzierung, das in hartem Wettbewerb zu anderen Möglichkeiten an Geld zu kommen, steht.

Zeichnern und Vertrieben dürfte eine solche Lösung ohnehin nicht schmecken: Zum einen zahlen sie Risikoaufschläge, die mindestens so hoch sind wie bisher – oder einfach höhere Objektpreise. Sie können zudem bis zuletzt nicht sicher gehen, dass ihr Fonds das entsprechende Eigentum auch wirklich erwerben kann. Denn jeder solche Vertrag wird eine Rücktrittsklausel enthalten, falls die Platzierung zu lange dauert. Damit steigt das Risiko, dass Geschlossene Fonds rückabgewickelt werden müssen.

Als wäre das nicht genug kommen die Vertriebe durch die starke Aktivität von Anlegeranwälten, Regulierung und falsch verstandenen Verbraucherschutz in die Breddouille. So liefert die Internetsuchmaschine Google zu keinem Fondsthema Ergebnisse ohne prominent platzierte Anzeigen von Anlegeranwälten. Egal ob es die Stichworte Dubai und Fonds (siehe S. 56) sind, der Begriff Global View (siehe S. 54) oder Policenfonds aus dem LV-Zweitmarkt (siehe S. 52).

Jetzt ist es jedermanns gutes Recht, sich dagegen zu wehren, wenn er sich übervorteilt fühlt. Kehrseite davon ist, dass nicht mehr taffes Krisenmanagement gefragt ist wenn ein Fonds in Schieflage gerät, sondern schnelle Klageerhebung. „Dann beginnt sofort ein Windhundrennen, sich an der Fondsgesellschaft, am Initiator oder am Ver-

Executive Summary

Volore magna commolobor sum nos doluptatum vel ex et, quat nos nulluptat, qui exer i

trieb schadlos zu halten“, schimpft Jan Bäumler, Vorstand des Pools IC Consulting. „Das macht es uns mit der Transparenz zu den Anlegern immer schwieriger. Denn im Grunde müssen wir fürchten, den Kunden, die aus der Solidarität zu den anderen Kommanditisten ausscheren, zusätzliche Argumente an die Hand zu liefern.“

Was für die Anwälte ein tragfähiges Krisenlösungsmodell ist – bei Juristen ist die Arbeitslosenrate hoch – (siehe Foco 1/2007) ist für viele Zeichner nur ein Hoffnungsschimmer. Bei den VIP-Medienfonds waren die Kanzleien erfolgreich: die vertreibenden Großbanken haben sich per Vergleich mit Zeichnern geeinigt. Ansonsten war bisher in vielen Fällen die Erfolgsquote in letzter Instanz nicht gerade berauschend.

Kritische Berichterstattung wird per Anwaltsschreiben in eigener Sache schnell im Keim erstickt. Kaum ein Verlagshaus leistet sich die ermittelnde Recherche, die nötig wäre, um sofort eingereichten Gegenklagen allen juristischen Wind aus den Segeln zu nehmen. Vielfach lassen sich Journalisten sogar unkritisch vor den PR-Karren spannen – Anlegeranwälte sind sehr auskunftsfreudig.

So kassierte Ende 2009 sogar das Handelsblatt einen Ehrenpreis, den die Analysten von FondsMedia speziell für diesen Anlass aus der Taufe gehoben hatte. Der „Goldene Sauregurken-Award für maximale Uninformiertheit über das Anlagesegment Schiffsfonds“ schloss blindgläubige Zusammenarbeit mit einer Anwaltskanzlei ein, die offensichtlich im Spezialwissen noch herumruderte.

Ein falsches Bild, so abenteuerlich es auch entstanden ist, torpediert aber das Bemühen der Branche, aus dem Dunstkreis des grauen Kapitalmarktes herauszukommen. „Das Grundrauschen stimmt nicht“, sagt Jürgen Braatz, Vorsitzender der Deutschen Public Relation Gesellschaft in Norddeutschland nicht ganz uneigennützig. Denn Braatz

berät (auch) Initiatoren. „Die Emissionshäuser haben es versäumt, in Zeiten mit Rekordumsätze ihr Bild in den Medien tatkräftig zu verändern.“ Das rächt sich vielfach. Obwohl deutsche Anleger in Geschlossene Fonds über 300 Milliarden Euro investierten – zeitweise mehr Kapital als direkt in Aktien und mehr als in Zertifikaten und offenen Immobilienfonds zusammen – werden Beteiligungen in den meisten Redaktionen mehr oder minder nebenbei abgehandelt. Ausgemachte Spezialisten sind selbst in Wirtschaftstiteln eine ausgemachte Besonderheit und halten mit den aufgebotenen Aktien-, Fonds- und Zertifikate-Fachleuten nicht einmal im Ansatz Schritt.

„Was dabei für Pauschalurteile herauskommt, lässt sich selbst in der Financial Times Deutschland bestaunen und nicht nur dort“, sagt Braatz. „Da wird nicht groß unterschieden, ob die Raten für Tanker, Bulker oder Containerschiffe einbrechen. Kurz, lang, breit, tief, schietegol – Schiff ist Schiff.“ Unterwegs mit dem Emissionshaus Orange Ocean müsse er nicht selten erst einmal dezent ausloten, wie gut ein Gesprächspartner Massengutfrachter von Tankern und Containerschiffen unterscheiden kann.

Mit Pauschalurteilen kämpft auch der Branchenverband VGF. Geschäftsführer Eric Romba hat den Verband der Geschlossene Fonds zwar in Bonn und Brüssel zu akzeptierten Gesprächspartnern gemacht. Dass Beteiligungen zur Finanzierung von Sachwerten gesamtwirtschaftlich eine Notwendigkeit sind, die Finanzwissenschaftler Franz-Joseph Professor Busse der Branche attestierte (siehe FoCo 4/09), ist aber noch längst nicht Allgemeingut geworden.

Das ist im Tauziehen um die Regulierung der Geschlossene Fonds ein Handicap. Denn geregelt wird in Brüssel und in Berlin. Dabei sind allein in Berlin drei unterschiedliche Ausgangsinteressen unter einen Hut zu bringen. Romba: „Wir sprechen laufend mit den Verantwortlichen im Bundeswirtschaftsministerium, im Finanzministerium und denen vom Verbraucherschutz BMELV, damit wenigstens die nationalen Vorstöße untereinander abgestimmt werden.“ Die Großwetterlage ist in allen Ämtern nahezu konträr. Das eine will eine einheitliche Regelung für komplett unterschiedliche Anlagekonzepte, das andere mehr Steuereinnahmen. Nur beim dritten gibt es zumin-

→ dest teilweise einen Gleichlauf der Interessen von Initiatoren und Behörden. Romba zuversichtlich: „Das heißt ja glücklicherweise Ministerium für Wirtschaft und nicht Ministerium gegen Wirtschaft.“ Trotzdem müsse man auf alle Fälle eine Kakophonie der Vorschläge abwenden, da Emissionshäuser auseinanderdriftende Vorgaben beim besten Willen nicht sinnvoll umsetzen könnten (siehe S. 12).

Dazu macht Brüssel Druck. In einem Punkt herrscht bereits Klarheit, seit Dr. Claus Tollmann von der Europäischen Kommission ungewohnt deutlich sagte, dass es über kurz oder lang mit der deutschen Interpretation der MIFID vorbei ist. Es sei sehr zweifelhaft, ob sie dem europäischen Recht entspreche, sagte er auf einem Seminar von Fonds & Co und Ratingwissen im Oktober 2009. Weil er sich sonst recht diplomatisch ausdrückte, schimmert hier offensichtlich eine fixe Haltung der Kommission durch. Damit wird sich ein Verfahren nicht aufhalten lassen, an dessen Ende viele Freiräume für Geschlossene Fonds und für den Vertrieb abgeschafft werden.

Mit diesem Problem kämpfen Geschlossene Fonds auch in der Verbraucherschutzdiskussion. Man kennt die Produkte wenn nur sehr oberflächlich. Das „German KG Model“ ist eine Strukturierungsform, die in anderen EU-Ländern unbekannt ist oder eine verschwindend geringe Rolle spielt.

Bei allen Beratungen und Diskussionen geht es vorwiegend um Private Equity- und Hedgefonds, die man an die Kette legen möchte. Unter dem Namen AIFM sollte ein Regelwerk für Manager von Alternativen Investmentfonds gefunden werden und erst nur die genannten Fonds regeln. Doch schnell war klar, dass man die Art der regulierten Fonds breiter definieren musste, um Schlupflöcher zu schließen und das Umgehen der Vorschriften zumindest zu erschweren. Nun werden auch Offene Immobilienfonds, Rohstofffonds, Infrastrukturfonds und mit großer Sicherheit Geschlossene Fonds (KG-Beteiligungen) reguliert.

Um das Regelwerk wird erbittert gerungen – ein Kampf der Londoner City gegen Brüssel. In dieser Auseinandersetzung hat die Finanzmetropole erfahrungsgemäß großen Einfluss, vieles wird abgemildert, verwässert, gestrichen werden. Welche



*„Il digna facipsus-
cin ulla facilis
modolobore vel dit
praessit aliquip
eugnero dunt wis-
mole.“*

Auswirkungen das auf Geschlossene Fonds haben wird, ist noch unklar. Klar ist, dass Londons smarte Banker keine Parteigänger der Geschlossenen Fonds sind

Viele Regeln treffen aber das Management von Geschlossenen Fonds. Sie bedeuten einen höheren Verwaltungsaufwand. Wahrscheinlich betreffen sie nur großvolumige Fonds, oder Initiatoren, die historisch große Volumina platziert haben. Allerdings sind die bisher genannte 100 Millionen bzw. 500 Millionen Euro-Grenze schnell erreicht.

Kommen wir auch eine einheitliche Anlegerinformation, das einheitliche Datenblatt nach UCITS. Martin Schliemann stellte es auf dem Seminar von Fonds & Co. im Juni in München vor. Wie man indess

die individuellen Besonderheiten eines Geschlossenen Fonds auf zwei Seiten Papier deutlich machen soll, weiß niemand.

Auf europäischer Ebene wird dann der Verbraucher quasi mit Gewalt vor Risiken geschützt. Finanzprodukte sollen in sich eine Risikodiversifizierung enthalten, was in der Regel auf Offene Fonds zutrifft, auf Geschlossene Fonds aber nicht. Denn hier geht der Anleger gezielt ein isoliertes Risiko ein, mit der ihm angemessen erscheinenden Renditeprognose. Ein solches mündiges Verhalten wird dem Bürger auf europäischer Ebene aber nicht zugetraut.

Radikale Eingriffe sind aber noch nicht vom Tisch. So könnten einzelne Kapitalanlagen nicht mehr an Privatanleger vertrieben werden dürfen – vielleicht mit Ausnahmeregeln in einzelnen Mitgliedsstaaten. Emissionshäuser könnten dann nur Produkte an institutionelle Investoren liefern.

Vor einer ungewissen Zukunft stehen auch die Vertriebe. Speziell den Freien könnte in einigen Jahren ihre gewohnte freie Tätigkeit untersagt werden. Pools und Haftungsdächer werden sie nicht retten, wenn das Ziel ist, Kapitalanlageprodukte wie in anderen Staaten nur in Banken verkaufen zu lassen.

Eine andere Form der Gleichschaltung bahnt sich bereits an. Müssen dem Bundesgerichtshof zufolge Banken bereits immer ihre Provisionen offenlegen, steht ein eindeutiges Urteil für den freien Vertrieb noch aus. Anlegeranwälte sind aber fast einhellig der Ansicht, dass sich ein Versäumnis hier bereits heute als willkommene Schwachstelle für Klagen anbietet.

Doch auch im Bankenvertrieb lauern noch enorme Probleme. Auf der einen Seite müssen die Geldhäuser nach den einschlägigen Urteilen jeden Kunden über die erhaltenen Vertriebsvergütungen detailliert informieren. Auf der anderen Seite kauft sich die Bank ein juristisches Risiko ein, egal ob es dann um zehn, 15 oder 20 Prozent Provision geht. Das Controlling muss diese Einnahmen einem Haftungsrisiko von 105 Prozent über die gesamte Laufzeit gegenübersetzen. Unterm Strich bleibt viel Treibeis in der Fahrinne, die Schönwetterfahrten der Geschlossene Fonds Branche sind vorbei. Bleibt nur zu hoffen, dass sich die Branche wie bisher immer einen Weg zurück in freies Wasser brechen konnte. ●

Ludwig Riepl