

ASSET MANAGEMENT – GASTBEITRAG

Blindpools sind für unternehmerische Beteiligungen keine Alternative

Börsen-Zeitung, 8.10.2013
Initiatoren unternehmerischer Beteiligungen, die fälschlicherweise noch immer meist als geschlossene Fonds bezeichnet werden, sind seit dem 22. Juli 2013 mit grundsätzlich neuen rechtlichen Rahmenbedingungen konfrontiert. Dabei stellt sich die Frage, worauf manche der Regulierungsmaßnahmen abzielen – denn die Kernidee der unternehmerischen Beteiligung als Alternative zu Direktinvestments in Sachwerte wurde bei der Umsetzung leider nur unzureichend berücksichtigt.

Viele Regelungen des neuen Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB), das künftig neben unternehmerischen Beteiligungen auch die Auflage und den Vertrieb aller anderen Kapitalanlageprodukte in Deutschland reguliert, sind der unternehmerischen Beteiligung mehr oder weniger undifferenziert aus dem Regulierungskontext anderer Produkte übergestülpt worden. Während der klassische geschlossene Fonds typischerweise in ein vorab konkret feststehendes Objekt – oder selten in mehrere – investiert, soll es nun grundsätzlich ein Portfolio, das heißt mindestens drei Objekte zugleich sein. Ziel dabei ist es, den Anlegerschutz durch eine Streuung der Investitionsrisiken über mehrere Objekte zu stärken.

Vom Gesetzgeber favorisiert

Die vom Gesetzgeber favorisierten Beteiligungen mit mehreren Objekten sind in den meisten Fällen nur als Blindpool realisierbar, da es in der Praxis äußerst schwierig und meist unmöglich sein dürfte, mehrere geeignete Investitionsobjekte gleichzeitig zu akquirieren und vorzufinanzieren. Dabei ist es unerheblich, ob es sich um Gewerbeimmobilien, Flugzeuge oder um andere großvolumige Sachwertinvestitionen handelt. Abgesehen davon entständen dabei so große Fondsvolumina, dass selbst platzierungsstarke Initiatoren Probleme hätten, das benötigte Eigenkapital in einem überschaubaren Zeitraum einzuwerben.

Für den Anleger bedeutet dies eine Verschlechterung, da die Nachteile des Blindpools nicht wirklich durch Vorteile eines Portfolios ausgeglichen werden. Es ist außerordentlich kühn, bei nur drei Objekten schon von einem Portfolio zu spre-

chen. Selbst wenn man diese drei Objekte nur als Einstieg in ein größeres Portfolio betrachtet, führt dies nicht zu einem sinnvollen Ergebnis, da dann ein Konstrukt entsteht, das mit einer unternehmerischen Beteiligung nichts mehr zu tun hat.

Kompetenzen prüfen

Es ist offensichtlich besser, wenn der Anleger sich für eine konkrete, vorab bekannte Investition entscheiden kann, die ihm schon im Prospekt mit allen Chancen und Risiken vorgestellt wird. Hier kann er die Kompetenz des Initiators selbst direkt überprüfen. Beim Blindpool muss der Investor hoffen, dass der Portfoliomanager erfolgreich agiert, ohne jedoch selbst entscheiden zu können. Die Nähe zum Direktinvestment – das charakteristische Wesensmerkmal der unternehmerischen Beteiligung – geht dabei verloren.

Doch Blindpools haben noch einen anderen, entscheidenden Nachteil. Mit dem Verzicht auf das vorherige „Anbinden“ des Assets durch den Initiator, wie es beim klassischen Einobjektfonds die Regel ist, entfällt eine sehr wichtige Filterwirkung bei der Auswahl der Investitionsobjekte. Der Initiator, der ein großes Objekt zunächst auf eigenes Risiko kauft und selbst für die Vorfinanzierung einstehen muss, hat ein ureigenes Interesse daran, keine Kompromisse bei der Qualität des Assets einzugehen.

Denn sollte sich der Fonds nicht platzieren lassen, muss der Initiator für das Objekt eine andere Exit-Lösung finden. Es liegt nahe, dass der Initiator eines Einobjektfonds, der mit dem Erwerb und der Vorfinanzierung ein Commitment in beträchtlichem Umfang eingeht, das Investitionsobjekt und die damit verbundenen Risiken besonders sorgfältig prüfen wird.

Ohne jemand geringere Sorgfalt unterstellen zu wollen, zeigt doch die Lebenserfahrung, dass man mit dem eigenen Geld noch etwas vorsichtiger umgeht. Mit einem Blindpool ist im Vergleich zum klassischen Einobjektfonds auch ein Transparenzverlust verbunden. Ein Vorzug unternehmerischer Beteiligungen gegenüber anderen Anlageformen besteht darin, dass Interessenten vor der Zeichnung einen Pro-

spekt ausgehändigt bekommen, der nicht nur ein Vertragswerk und allgemeine Geschäftsbedingungen, sondern auch eine detaillierte Beschreibung der geplanten Investition enthält. Dazu gehört eine ausführliche Darstellung der mit dem Investment verbundenen Risiken ebenso wie eine sorgfältige Investitionsrechnung.

Alle wichtigen Informationen

Bei einem solide konzipierten geschlossenen Immobilienfonds finden sich im Prospekt zudem umfassende Hintergrundinformationen zum jeweiligen Investitionsstandort und zum lokalen Immobilienmarkt, zu den Mietern sowie zu baulichen und technischen Merkmalen des Objekts – also alle Informationen, die auch derjenige Investor seiner Entscheidung zugrunde legt, der auf direktem Weg in eine Immobilie investiert.

Dass Investoren ein Projekt über den Prospekt, aber häufig auch durch Besichtigung selbst beurteilen können und sollten, ist ein Wesensbestandteil einer unternehmerischen Beteiligung. Das Projekt muss oft bei Hunderten von Investoren jeweils in deren individuelles Portfolio passen, das die eigentliche Basis für die anzustrebende Risikostreuung ist. Dies setzt bei den Investoren allerdings auch eine intensivere Befassung mit dem Projekt voraus. Nur bei der konkreten Analyse eines Projektes kann sachgerecht entschieden werden, ob eine Beteiligung für einen konkreten Anleger sinnvoll ist oder nicht. Die unternehmerische Beteiligung verlangt den mündigen Anleger. Dort ist er Gesellschafter, der faktisch über die konkrete Investition mitentscheidet; bei einem Blindpool ist er Fondszeichner, der nur hoffen kann, dass das Management alles richtig macht.

All diese Aspekte sprechen dafür, unter den neuen rechtlichen Rahmenbedingungen lieber auf Mehrobjektfonds zu verzichten und beim klassischen Einobjektfonds zu bleiben. Die dann zu berücksichtigende Mindestzeichnungssumme von 20 000 Euro ist bei einer unternehmerischen Beteiligung ohnehin vernünftig. Es ist bei der Neuausrichtung des Marktes durch das KAGB eher damit zu rechnen, dass sich die durchschnittlichen Zeichnungssummen,

die heute schon meist über dieser Grenze liegen, weiter erhöhen werden. Eine allzu geringe Mindestbeteiligung ist mit dem Risiko verbunden, dass Zielgruppen angesprochen werden, für die eine unternehmerische Beteiligung nicht geeignet ist.

Wesensmerkmale beachten

Insgesamt ist zu erwarten, dass die

Diskussionen um eine angemessene Regulierung geschlossener Beteiligungen auch nach Inkrafttreten des KAGB nicht verebben werden. Dann sollte auch noch einmal intensiv darüber nachgedacht werden, ob es wirklich sinnvoll war, unternehmerische Beteiligungen als Fonds zu regulieren. Die in der Vergangenheit aufgetretenen Schwächen des Produktes erforderten eine Regulie-

rung. Die Regulierung ist aber effektiver, wenn sie die Wesensmerkmale des Produktes beachtet. Es ist zu wünschen, dass die notwendigen Anpassungen von der Politik in der nächsten Legislaturperiode vorgenommen werden.

.....
Friedrich Patt, Sprecher der Geschäftsführung Hannover Leasing