

Immer mehr AIF nutzen Fondsfinanzierungen

Überblick über Marktpraxis und rechtliche Rahmenbedingungen des von angloamerikanisch geprägten Initiatoren bekannt gemachten Instruments

Börsen-Zeitung, 14.10.2017
Luxemburg hat sich seit geraumer Zeit als attraktiver Standort alternativer Investmentfonds (AIF) etabliert. Die vorhandenen Erfahrungen im OGAW-Fondsgebiet sowie die daraus resultierende große Zahl erfahrener Marktteilnehmer, wie Verwahrstellen, Fondsadministratoren und alternativer Investmentfondsmanager (AIFM), die Begrenzung aufsichtsrechtlicher Vorgaben auf der Investitionsseite auf die bloße Einhaltung des Grundsatzes der

gen Fonds beziehungsweise AIF zu verstehen, der diese zu verschiedenen Zwecken nutzt und auf unterschiedliche Art besichert.

Der hauptsächliche Zweck dieser Kreditlinien liegt überwiegend in dem Bereitstellen von Kapital zur Vorfinanzierung oder zur Überbrückung von (noch) nicht gezogenen Kapital- oder Investitionszusagen von Investoren des jeweiligen AIF sowie vergleichbarer (Zwischen)finanzierungen zur besseren Steuerung von Kapitalabflüssen allgemein, der



Von
Arne Bolch

Partner bei
GSK Luxembourg SA

Risikostreuung sowie nicht zuletzt die Mehrsprachigkeit der Ansprechpartner vor Ort haben dafür gesorgt, dass Fondsinvestoren und Fondsinvestoren aus der ganzen Welt luxemburgische AIF gründen oder in diese investieren. Gerade angloamerikanisch geprägte Initiatoren und Investoren haben vor diesem Hintergrund über die vergangenen Jahre das Instrument der so-

gen Zinsfuß beziehungsweise die Internal Rate of Return (IRR) des jeweiligen AIF zu verbessern. Diese(r) wird nämlich (nach den derzeit am Markt gängigen Definitionen in der jeweiligen Dokumentation eines AIF) regelmäßig nur ab dem Zeitpunkt gemessen, an dem tatsächlich Kapital von Investoren investiert wird, nicht aber ab dem Zeitpunkt, ab dem der jeweilige AIF im Wege oder unter Nutzung einer Kreditlinie investiert.

Das Spektrum der Besicherung solcher Kreditlinien kann von der Besicherung über Vermögenswerte des Portfolios des jeweiligen AIF, über auf dem Nettoinventarwert des jeweiligen AIF basierende Zahlungsströme, bis hin zur Verpfändung der Kapitalzusagen der Investoren gegenüber dem jeweiligen AIF an die kreditgebende Bank reichen. Gerade die letztgenannte Form der Besicherung erscheint grundsätzlich am luxemburgischen Markt als gebräuchlichste für luxemburgische AIF.

Eine Art Hebelfinanzierung?

Wie aber ist das Instrument der Fondsfinanzierung für luxemburgische AIF generell nach luxemburgischem Recht einzuordnen? Ist die jeweilige Kreditlinie beispielsweise als eine Art der Hebelfinanzierung des jeweiligen AIF einzustufen, oder gibt es sonst Zulässigkeitsregeln, wie erfolgt die rechtliche Einordnung der Besicherung, und was ist zu beachten, wenn der jeweilige AIF eine Verwahrstelle zu bestellen hat?

Im Rahmen der Bestimmungen der AIFM-Richtlinie und ihrer Ausführungsbestimmungen wie der delegierten Verordnung (EU/231/2013) ist es grundsätzlich möglich, dass die jeweilige Kreditlinie als eine risikohöhernde Form der Fremdfinanzierung und damit als Hebelfinanzierung im Sinne der vorgenannten Regeln einzuordnen ist. Dies muss natürlich im jeweiligen Einzelfall entsprechend geprüft werden.

Kreditlinien gelten aber nach den vorgenannten Regeln dann nicht als Hebelfinanzierung oder Leverage, sofern die jeweilige Kreditlinie nur vorübergehender Natur ist und diese in vollem Umfang durch vertragliche Investitions- oder Kapitalzusagen von Investoren des jeweiligen AIF gedeckt werden. Sollte sich diese Einordnung allerdings im jeweiligen Fall nicht erreichen lassen (etwa weil eine andere Besicherungsform gewählt worden ist) dann sind die Transparenzvorschriften sowie die Vorschriften zum adäquaten Liquiditätsmanagement der AIFM-Richtlinie und ihrer Ausführungsbestimmungen für die Hebelfinanzierung beziehungsweise den Leverage zu beachten.

In der Praxis zu erkennen

Darüber hinaus bestehen nach luxemburgischem Recht auf Ebene des AIF keine Zulässigkeitsregelungen für eine Fondsfinanzierung. In der Praxis ist aber zu beobachten, dass Kreditlinien nur für einen untergeordneten Teil des Portfolios (bis zu einer Höhe von 30% des Wertes des Portfolios, gerade auch wenn deutsche versicherungsaufsichtsrechtlich gebundene Unternehmen Investoren des jeweiligen AIF sind) erlaubt und entsprechend diese Kreditlinien im Allgemeinen auch nur mit kurzfristigen Laufzeiten vereinbart werden.

Sofern entschieden wird, die Kreditlinie durch die Kapital- oder Investitionszusagen der Investoren des jeweiligen AIF zu besichern, geschieht

„Subscription Facility, Capital Call Facility, Subscription Line Financing, (Equity) Bridge Line oder Facility sind nur einige der Begriffe, die im Markt für das Instrument der Fondsfinanzierung gebräuchlich sind. Im Kern ist darunter das Einräumen einer Kreditlinie für den jeweiligen Fonds beziehungsweise AIF zu verstehen.“

dies üblicherweise durch (i) die Verpfändung oder Abtretung der Zahlungsansprüche des jeweiligen AIF gegen seine Investoren auf Zahlung ihrer jeweiligen Kapital- oder Investitionszusagen an die die Kreditlinie bereitstellende Bank und (ii) zusätzlich auch die Verpfändung der Konten des AIF, welche jener bei seiner Verwahrstelle in Luxemburg führt und auf denen die Kapital- oder In-

vestitionszusagen seiner Investoren einzuzahlen sind. Die Verpfändung oder Abtretung (nach luxemburgischem Recht) darf sich auch auf noch nicht entstandene Forderungen erstrecken, solange und soweit diese Forderungen zum Zeitpunkt des Abschlusses des Vertrages hinreichend bestimmbar sind.

Hierbei ist zu beachten, dass bei luxemburgischen AIF typischerweise die Investoren des jeweiligen AIF in verschiedenen Ländern ansässig sind, sei es innerhalb oder außerhalb der Europäischen Union. Dies hat auch Auswirkungen auf die effektive Ausgestaltung der Besicherung und das jeweils anwendbare Recht. Zwar werden die Forderungen beziehungsweise die Zahlungsansprüche des jeweiligen AIF gegen seine Investoren immer luxemburgischem Recht unterliegen, da diese Zahlung als Gegenleistung zur Anteils- oder Aktienausgabe je nach Rechtsform des jeweiligen AIF (nur) nach dessen Gesellschaftsstatut also luxemburgischem Recht erfolgen kann.

Es ist aber nicht eindeutig geklärt und im jeweiligen Einzelfall gesondert zu prüfen, ob je nach Sitz des Investors für die Drittwirksamkeit der jeweiligen Besicherung, das Recht dem beispielsweise der Verpfändungsvertrag unterstellt wird, abschließend auch dessen Durchsetzung oder Vollstreckung regeln kann oder ob hierzu zusätzlich auch auf die im jeweiligen Sitzland des Investors geltenden Regeln abgestellt werden muss.

Was Investoren wissen sollten

In jedem Fall ist es ratsam, die Investoren des jeweiligen luxemburgischen AIF bereits im Rahmen der Dokumentation im Vorfeld ihrer Investition über die Möglichkeit zur Verpfändung oder Abtretung des Zahlungsanspruchs des jeweiligen AIF gegen sie adäquat zu unterrichten. Üblicherweise wird ferner auch de-

ren Zustimmung zu einer solchen Besicherung in Form eines gesonderten Schreibens oder Investor Letters erbeten.

Zwar wäre die Verpfändung nach luxemburgischem Recht grundsätzlich auch ohne Kenntnis durch den Schuldner der abgetretenen oder verpfändeten Forderung wirksam (Letzterer würde nur schuldbefreiend an seinen bisherigen Gläubiger den AIF leisten dürfen), jedoch ist dies nicht nur allein schon aus Gründen der von der AIFM-Richtlinie und ihrer Ausführungsbestimmungen geforderten Transparenz der Bedingungen der Investition beziehungsweise des Einsatzes der Hebelfinanzierung oder periodisch zum Liquiditätsmanagement des jeweiligen AIF angezeigt.

Gegebenenfalls erlaubt die jeweilige Dokumentation der Besicherung der finanzierenden Bank nämlich im Falle eines Kreditereignisses beispielsweise auch Eingriffsrechte wie das eigenständige Abrufen von Kapital von Investoren (zur Befriedigung des Kredites) oder ist mit der Verpflichtung verbunden, dass Investoren die Abbedingung etwaiger Übertragungsbeschränkungen bezogen auf ihre Forderungen gegen oder Beteiligungen an dem jeweiligen AIF akzeptieren oder gegebenenfalls die Einschränkung etwaiger Einreden oder eines Rechts zur Aufrechnung hinnehmen (was nach dem anwendbaren luxemburgischen Recht bei schriftlicher vorheriger Einwilligung erlaubt und Dritten gegenüber wirksam möglich ist).

Zudem ist für das Instrument der Fondsfinanzierung bei luxemburgischen AIF zu beachten, dass die (je nach Größe des AIF) notwendige Bestellung einer Verwahrstelle im Sinne der AIFM-Richtlinie und ihrer Ausführungsbestimmungen Auswirkungen auf die Ausgestaltung der Fremdfinanzierung haben kann. Zum einen wird sich eine Verwahrstelle bereits generell im Rahmen ihrer allgemeinen Geschäftsbedingun-

gen ein Pfandrecht über alle Vermögenswerte und auch auf die bei ihr im Namen des jeweiligen AIF eröffneten Konten zusichern lassen. Letzteres kann dann gegebenenfalls mit dem Wunsch der finanzierenden Bank im Rahmen der Fondsfinanzierung kollidieren, ebenfalls ein Pfandrecht an diesen Konten zugesichert zu bekommen.

Zum anderen ist zu verzeichnen, dass sich Verwahrstellen auf Grund ihrer durch die AIFM-Richtlinie und ihrer Ausführungsbestimmungen, neben der Verwahr- und Kontrollfunktion hinsichtlich der Vermögenswerte des jeweiligen AIF erweiterte Pflichten wie die Überwachung der Zahlungsströme, im jeweiligen Verwahrstellenvertrag weitergehende

„Nicht zuletzt wird das Instrument der Fondsfinanzierung von Fondsinstitoren auch genutzt, weil es ihnen ermöglicht, den internen Zinsfuß beziehungsweise die Internal Rate of Return (IRR) des jeweiligen AIF zu verbessern.“

Informations- oder gegebenenfalls auch Zustimmungsrechte zu Verpfändungen allgemein einräumen lassen. Beides gilt es im Rahmen der Verhandlungen mit der jeweiligen Verwahrstelle und auch mit der die Kreditlinie finanzierenden Bank zu beachten, damit die gegebenenfalls unterschiedlich gelagerten Interessen adäquat berücksichtigt werden können.

„Luxemburg hat sich seit geraumer Zeit als attraktiver Standort alternativer Investmentfonds (AIF) etabliert.“

nannten Fondsfinanzierung in Luxemburg bekannt gemacht. Insbesondere dank der „Politik des billigen Geldes“ machen nun auch immer mehr luxemburgische AIF von dem Instrument der Fondsfinanzierung Gebrauch.

Grobe Einordnung

Worum handelt es sich aber bei dem Instrument der Fondsfinanzierung? Was sind die Charakteristika und aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen, unter denen Fondsfinanzierungen in Luxemburg typischerweise umgesetzt werden? Auf welche Fragestellungen müssen insbesondere auch Investoren achten? Dieser Artikel gibt eine grobe Einordnung aus luxemburgischer Sicht.

Subscription Facility, Capital Call Facility, Subscription Line Financing, (Equity) Bridge Line oder Facility sind nur einige der Begriffe, die im Markt für das Instrument der Fondsfinanzierung gebräuchlich sind. Im Kern ist darunter das Einräumen einer Kreditlinie für den jewei-