Luxemburger Fonds in Restrukturierungssituationen

Praktische Anwendungsfälle und hierbei auftretende Probleme und Lösungsansätze

Börsen-Zeitung, 10.7.2024

Von Inflation, steigenden Kosten und dem niedrigen wirtschaftlichen Wachstum sind seit Anfang 2022 nicht nur Verbraucher und Unternehmen in Europa betroffen. Die wirtschaftlichen Schwierigkeiten haben auch Einfluss auf die finanzielle Situation mancher Luxemburger Investmentfonds. Hauptsächlich alternative Investmentfonds („AIF“ oder „Fonds“), die ihren Schwerpunkt auf Immobilieninvestitionen und Darlehensvergaben legen, sind betroffen.

Foto: www.rolandhorn.de

Marie-Therese Wich

Senior Associate, GSK Stockmann

Marcus Peter

Partner, GSK Stockmann

Ausreichend Liquidität

Um die finanzielle Stabilität eines AIFs zu gewährleisten, sollte der AIF jederzeit über ausreichend Liquidität für seine Aktivitäten verfügen. Laut Artikel 16 der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rats vom 8. Juni 2011 über Verwalter Alternativer Investmentfonds („AIFMD“) und Artikel 15 des Luxemburger Gesetzes vom 23. Juli 2013 über alternative Investmentfondsmanager („Gesetz von 2013“) ist der alternative Investmentfondsmanager („AIFM“) eines Fonds für dessen Liquiditätsmanagement zuständig. Darunter fällt insbesondere die Sicherstellung der Verhältnismäßigkeit zwischen dem Liquiditätsprofil des Fonds und dessen zugrunde liegenden Verbindlichkeiten. Um dies zu gewährleisten, muss der AIFM auch Liquiditätsstresstests durchführen.

Eine Quelle von Liquidität sind natürlich Kapitalabrufe von Anlegern. Ferner kann Liquidität aber auch durch die Aufnahme von Fremdkapital oder durch Einnahmen aus Investitionen des Fonds generiert werden. Die Einnahmen aus Investitionen werden vom AIFM beziehungsweise dem delegierten Portfoliomanager überwacht. Weder AIFMD noch das Gesetz von 2013 treffen Aussagen dazu, wer für den Fonds Liquidität in Form von Fremdkapital, also Kredite von Banken, welches beispielsweise zur Überbrückung in einer angespannten Liquiditätslage des Fonds benötigt werden, beschaffen muss. Somit fällt eine automatische Zuständigkeit des AIFM weg. Dagegen folgt aus gesellschaftsrechtlichen Vorschriften im luxemburgischen Recht, dass das geschäftsführende Organ eines luxemburgischen Fonds (Verwaltungsrat, Geschäftsführer oder auch der Komplementär) für die Geschäftstätigkeiten der Gesellschaft verantwortlich ist. Dies bedeutet, dass jegliche Geschäftstätigkeit, welche nicht an den AIFM per Vertrag übertragen wurde, bei dem geschäftsführenden Organ des Fonds verbleibt. Sofern somit die Liquiditätsbeschaffung über Fremdkapital nicht per AIFM-Vertrag auf den AIFM übertragen wurde (was möglich ist), verbleibt diese Aufgabe und Pflicht beim Fonds.

> *Wichtig ist, dass im Rahmen von Restrukturierungen und bei finanziellen Schwierigkeiten des Fonds die Investoren des Fonds, das geschäftsführende Organ des Fonds und der Alternative Investmentfonds-Manager kooperieren.*

Daher empfehlen die Autoren dieses Artikels, eindeutig in der Fondsdokumentation und in den relevanten Verträgen zu regeln, wer Liquidität in Form von Fremdkapital für den Fonds generieren muss und beispielsweise Darlehen für den Fonds mit Banken verhandelt.

Gemäß Artikel 19 der AIFMD und Artikel 17 des Gesetzes von 2013 hat der AIFM eines AIFs sicherzustellen, dass geeignete Bewertungsverfahren für die Bewertung der Vermögenswerte des Fonds eingesetzt werden. Der AIFM hat auch zu überwachen, dass der Nettoinventarwert eines Fonds im Einklang mit der anwendbaren Gesetzgebung mindestens einmal pro Jahr berechnet wird.

Insbesondere unter schwierigen Marktbedingungen ist eine Berechnung des Nettoinventarwerts für den Fonds gelegentlich kompliziert oder gar nicht möglich, so dass eine vorübergehende Aussetzung der Berechnung des Nettoinventarwert des Fonds geboten sein kann. Auch ohne gesetzliche Regelungen zur Aussetzung der Berechnung des Nettoinventarwerts eines Fonds ist es gängige Praxis in Luxemburg, in der Fondsdokumentation beispielsweise dann eine vorübergehende Aussetzung vorzusehen, wenn eine Bewertung der Vermögenswerte aufgrund äußerer Umstände nicht adäquat möglich ist. Dadurch wird Zeit gewonnen, um eine Besserung der Marktlage abzuwarten oder auch einen Sachverständigen zu beauftragen, um die Vermögenswerte in Ruhe und korrekt zu bewerten. Zudem geht eine vorübergehende Aussetzung auch mit der Einstellung der Bedienung von Rücknahmen der Investoren bei offenen Fonds einher, da eine fehlerhafte Berechnung des Nettoinventarwerts zu Verlusten für Investoren führen kann. Die vorübergehende Aussetzung erfolgt daher gerade und allein zum Schutz der Interessen der Anleger des Fonds.

Gesetzlich nicht geregelt ist, welche Partei die Entscheidung über die vorübergehende Aussetzung der Nettoinventarwertberechnung trifft. Daher empfehlen die Autoren dieses Artikels, die Zuständigkeit für die Entscheidung über die Aussetzung in der Fondsdokumentation klar zu regeln. Aus praktischer Sicht ist es zweckmäßig, wenn sowohl AIFM als auch das geschäftsführende Organ des Fonds diese Entscheidung gemeinsam treffen, da diese die Entscheidung auch gemeinsam umsetzen müssen und dabei geschlossen gegenüber den Investoren auftreten sollten.

Restrukturierungsmöglichkeiten

Um einen angeschlagenen Luxemburger AIF zu restrukturieren, kann ein externer Restrukturierungsspezialist durch den Fonds ernannt werden, der mit der Anlagestrategie des AIF vertraut ist und diesen wieder in richtige (finanzielle) Bahnen lenken kann. Während einer solchen Restrukturierung wird der Fonds regulär weitergeführt. Gesetzliche Regelungen für diese freiwillig durchgeführte Restrukturierung gibt es in Luxemburg nicht. Hier sollten die Aufgaben somit klar bestimmt und vertraglich festgelegt werden.

Daneben sieht das Luxemburger Fondsrecht auch die Möglichkeit einer freiwilligen Liquidation des AIF vor. Die freiwillige Liquidation wird von einem Liquidator, der durch die Generalversammlung der Investoren ernannt wird, begleitet. Der Liquidator hat dabei die Aufgabe, Verbindlichkeiten des Fonds abzuwickeln und die Vermögenswerte des Fonds bestmöglich zu verwerten, um hierbei Verluste für Investoren möglichst gering zu halten. Am Ende der freiwilligen Liquidation verbleibende Erlöse werden an die Investoren ausgeschüttet. Eine freiwillige Liquidation entzieht dem Management und dem AIFM des Fonds zwar weitestgehend bestehende Zugriffsbefugnisse auf den Fonds, lässt aber weiterhin eine gewisse Kooperation mit dem Liquidator und den Fortgang des Fonds zu. Dies kann auch dazu führen, dass die freiwillige Liquidation aufgehoben und der Fonds normal weitergeführt werden kann.

Daneben gibt es noch die gerichtlich angeordnete Zwangsliquidation oder Insolvenz. Diese Wege bedeuten aber oft die komplette Abwicklung des Fonds ohne weitere Einflussnahme des AIFMs oder Fonds.

Foto: HeyKun/stock.adobe.com

Daher kommt von den Autoren dieses Artikels der folgende praktische Hinweis:

> *Luxemburger Fonds erfreuen sich immer noch einer hohen Beliebtheit, um mehrere Investoren zusammenzuführen.*

Sollte der Fonds in eine finanzielle Schieflage geraten, sind die außergerichtlichen Restrukturierungsszenarien in Form einer Restrukturierung unter Einbeziehung eines fachkundigen Restrukturierungsspezialisten oder, falls keine finanzielle Stabilisierung für den AIF prognostiziert werden kann, die freiwillige Liquidation des Fonds, vorzugswürdig und daher rechtzeitig zu initiieren. Hier sollten alle Beteiligen an einem Strang ziehen.

Was passiert, wenn die Fondsparteien nicht zusammenarbeiten? Wichtig ist, dass im Rahmen von Restrukturierungen und bei finanziellen Schwierigkeiten des Fonds die Investoren des Fonds, das geschäftsführende Organ des Fonds und der Alternative Investmentfonds-Manager kooperieren. Sollte es dabei zu Konflikten kommen und Investoren die Annahme haben, dass ihre Interessen nicht bestmöglich gewahrt werden, haben diese die Möglichkeit, den Komplementär eines Fonds abzuwählen und einen neuen Komplementär zu ernennen. Das gestaltet sich in der Praxis aber oft als schwierig, da die Fondsdokumentation oft vom Eigentümer des Komplementärs vorbereitet wurde und der Komplementär entsprechend strukturell implementiert wurde. Regeln, welche eine Mehrheit von über 75% der Kommanditisten (und sogar die Zustimmung des Komplementärs selbst) für die Abwahl des Komplementärs verlangen, erscheinen rechtlich fragwürdig und sollten vermieden werden.

Realistische Mehrheiten vorsehen

Daher wird von den Autoren dieses Artikels empfohlen, in der Praxis konkrete Bestimmungen für die Abwahl des Komplementärs in der Fondsdokumentation aufzunehmen und dabei eine realistische Abstimmungsmehrheit (z.B. 60 % bis maximal 75 %) vorzusehen. Ferner sollte natürlich auch keine Voraussetzung sein, dass der Komplementär seiner eigenen Abwahl zustimmen muss.

Luxemburger Fonds erfreuen sich immer noch einer hohen Beliebtheit, um mehrere Investoren zusammenzuführen. Beim Aufsatz des Fonds sollte aber nicht immer nur an Zeiten des Sonnenscheins, sondern auch an aufziehende Gewitter gedacht werden.