

Stellungnahme zum Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-UmsG)

Vorstand

Oliver Porr (Vorsitzender)
Marc Drießen
Michael Kohl
Reiner Seelheim
Dr. Hubert Spechtenhauser
Dr. Torsten Teichert
Gert Waltenbauer

Hauptgeschäftsführer

Rechtsanwalt Eric Romba

VGF

Verband Geschlossene
Fonds e.V.

www.vgf-online.de

Geschäftsstelle Berlin

Georgenstraße 24
10117 Berlin
T +49 (0) 30. 31 80 49 00
F +49 (0) 30. 32 30 19 79
kontakt@vgf-online.de

Büro Brüssel

47 - 51 rue du Luxembourg
1050 Brüssel
T +32 (0) 2. 550 16 14
F +32 (0) 2. 550 16 17
contact@vgf-online.eu

Vereinsregisternummer

23527 Nz
Amtsgericht Berlin -
Charlottenburg

Steuernummer

27/620/52261

Partner der BSI

Bundesvereinigung
Spitzenverbände der
Immobilienwirtschaft

Mitglied des ZIA

Zentraler Immobilien
Ausschuss e.V.

Berlin, den 17. August 2012

VGF Verband Geschlossene Fonds e.V.

Inhalt

I.	Vorbemerkung	4
II.	Zusammenfassung wesentlicher Aussagen.....	6
III.	Kommentierung einzelner Regelungen, insbesondere zum Produkt	8
1.	Leverage-Begrenzung	8
a.	Regelungsanlass.....	9
b.	30 Prozent-Grenze spiegelt nicht die Marktgegebenheiten wieder	10
c.	Sicherheiten der Fremdfinanzierung bleiben unberücksichtigt.....	11
d.	Praktische Folgen für die Neukonzeptionierung	11
e.	Praktische Folgen für die Platzierung	12
f.	Praktische Folgen für laufende Bewirtschaftung	13
g.	Gesellschaftsrecht	13
h.	Empfehlung für Regelungsvorschlag.....	14
2.	„Ein-Objekt-Fonds“ / Risikomischung	15
a.	Begriff “Ein Vermögensgegenstand“	15
b.	Semi-professioneller Anleger / Mindestzeichnungssumme.....	15
c.	Anknüpfungspunkt Anlagevermögen	16
d.	Empfehlung	17
e.	Grundsatz der Risikomischung.....	17
3.	Zulässige Vermögensgegenstände	18
a.	Starrer Positivkatalog ist innovationsfeindlich	18
b.	Öffnungsklausel durch Verordnungsermächtigung / Individualprüfung..	19
c.	Berücksichtigung weiterer Vermögensgegenstände.....	20
d.	Klarstellungen in den benannten Assetklassen	21
i.	Zu § 225 Abs. 1 Nr. 1 KAGB-E (Immobilien).....	21
ii.	Zu § 225 Abs. 1 Nr. 2 KAGB-E (Schiffe)	21
iii.	Zu § 225 Abs. 1 Nr. 3 KAGB-E (Flugzeuge)	22
iv.	Zu § 225 Abs. 1 Nr. 4 KAGB-E (Anlagen zur Erzeugung von Strom aus Erneuerbaren Energien).....	22
v.	Zu §§ 225 Abs. 1 Nr. 5 bis 8 KAGB-E.....	22
vi.	Zu § 225 Abs. 1 Nr. 9 KAGB-E (liquide Vermögensgegenstände) bzw. § 225 Abs. 2 KAGB-E	22
e.	Begriffe Erwerb und Investition	23
4.	Erwerbs- und Veräußerungsverbot	23
a.	Konzernstrukturen	24
b.	Anbindung von Vermögensgegenständen	24
c.	Empfehlung	25
5.	Übergangsvorschriften / Bestandsschutz	25
a.	Neue Fondskonzeptionen werden schon heute nahezu unmöglich.....	25
b.	Sicherheit durch klare Fristen	26
i.	Korrekte Umsetzung des Art. 61 Abs. 3 AIFM-Richtlinie	27
ii.	Rechtsfolgen und praktische Konsequenzen beachten	28
iii.	Klarstellung im Vermögensanlagengesetz	29
iv.	Empfehlung: Anknüpfen an Billigung des Verkaufsprospektes.....	29
c.	Korrekte Umsetzung des Bestandsschutzes aus der AIFM-Richtlinie	30

d.	Interpretationsspielräume der Richtlinie auf Gesetzesebene ausräumen	31
i.	Ausschließliche Verwaltung von Bestandsfonds (§ 321 Abs. 1 KAGB-E)	31
ii.	Tätigen zusätzlicher Anlagen (§ 321 Abs. 1 KAGB-E).....	32
e.	Zusammenspiel § 321 Abs. 1 KAGB-E und § 321 Abs. 2 KAGB-E klären	33
f.	Reibungslose Übergänge fördern	33
6.	Gesellschaftsrechtliche Verankerung von Investmentkommanditgesellschaften	34
7.	Anlagebedingungen.....	36
a.	Kollision von Anlagebedingungen mit Gesellschaftsrecht	36
b.	Stärkung der Gesellschafterrechte	37
c.	Einstimmige Änderung der Anlagebedingungen	37
d.	Thesaurierungsverbot	38
e.	Genehmigungsfrist.....	38
8.	Vertrieb / Anzeigepflicht (§§ 262, 282 KAGB-E)	38
9.	Prospektierung	41
10.	Wesentliche Anlagerinformation (§§ 232, 233 KAGB-E).....	43
11.	Widerrufsrecht	44
12.	Währungsrisiken.....	44
IV.	Kommentierung zu den Managerregeln	46
1.	Alternative Verwahrstelle	46
a.	Proportionalität der AIFM-Richtlinie.....	46
b.	Mehr Asset Knowhow.....	46
c.	Kosten	47
d.	Mögliche Berufsstände	48
e.	Vorschlag für ein Aufsichtsregime	49
f.	Kein ausschließliches Berufsbild	50
g.	Mehr Wettbewerb durch Systemdualismus	50
2.	Verwahrstelle als Liquidator	50
3.	Rechnungslegungsvorschriften für Publikums-AIF	51
4.	Intern verwaltete Investmentkommanditgesellschaft	52
5.	Externe Kapitalverwaltungsgesellschaft, § 18 Abs. 1 KAGB-E.....	52
6.	Erlaubnis zum Geschäftsbetrieb	53
7.	Externe Bewertung	54
8.	Übertragung von Anteilen oder Aktien.....	55
9.	Anlagegrenzen für Spezial-AIF	55
10.	Steuern	56
11.	Technische Hinweise	56
a.	Begriffsbestimmungen zur Abgrenzung des generellen Anwendungsbereichs	56
b.	Widerspruch § 11 Abs. 11 mit § 37 KAGB-E	57
c.	Anzeige jährlicher Verbindungen.....	57
d.	Redaktionelles.....	58

I. Vorbemerkung

Das Bundesministerium der Finanzen (BMF) hat am 20.07.2012 den Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Richtlinie) vorgelegt. Damit beginnt das ordentliche Gesetzgebungsverfahren zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie in deutsches Recht, das spätestens bis zum 22.07.2013 abgeschlossen sein muss.

Das Gesetzgebungsverfahren ist von enormer Relevanz für den Markt der geschlossenen Fonds und die gesamte Fondslandschaft in Deutschland. Die Vorschläge des BMF führen zu wesentlichen Veränderungen der heutigen Strukturen. Neben der Einführung der ohnehin schon umfangreichen Regeln aus der AIFM-Richtlinie schlägt das BMF weitere Regeln vor, die auf Seiten der geschlossenen Publikumsprodukte über die europäischen Vorgaben hinausgehen. Diese betreffen in erster Linie Produktregeln, insbesondere die Begrenzungen von Assetklassen, Hebeleffekten, Fremdwährungsrisiken und zum Vertrieb von 1-Objekt-Fonds.

Ein Kernanliegen des VGF Verband Geschlossene Fonds e.V. ist es, durch eine Regulierung der Anbieter geschlossener Fonds die Branche auf Augenhöhe mit anderen Kapitalanlagen zu bringen. Insofern befürwortet der Verband den vorgelegten Entwurf, da mit seiner Umsetzung zum 22.7.2013 die Anbieter geschlossener Fonds und das Produkt Teilnehmer in einem vollregulierten Kapitalmarkt werden. Die umfangreiche Regulierung, die geschlossene Fonds nun erwarten dürfen, führt zum Ende des sogenannten grauen Kapitalmarktes im Bereich der geschlossenen Fonds. Zudem sieht der VGF in dem Diskussionsentwurf ein klares Bekenntnis zum Finanzierungsvehikel geschlossener Fonds. Für die Marktteilnehmer ist es eine zukunfts- und rechtssichernde Maßnahme, gesetzlich normiert zu sein.

Im Hinblick auf die vorgeschlagenen Regelungen ist es jedoch zentral, dass der Entwurf die Balance zwischen notwendigem Anlegerschutz und unternehmerischer Betätigung wahrt. Die Bereitstellung von Investitionskapital durch Fonds als Kapitalsammelstelle ist wichtig und wird zukünftig in einer sich verändernden Banken- und Finanzierungslandschaft eine noch größere Rolle spielen. Auch geschlossene Fonds leisten mit Geld professioneller und privater Anleger vor allem in den Bereichen Immobilien-, Infrastruktur und Schiffsfinanzierung sowie beim Ausbau der erneuerbaren Energien einen wichtigen Beitrag für die deutsche Wirtschaft und die hiesigen Unternehmen.

Allein im Immobilienbereich werden in Deutschland mit geschlossenen Fonds Investitionen von rund drei Mrd. Euro pro Jahr ermöglicht. Derzeit beträgt das Volumen der durch geschlossene Fonds finanzierten und aktiv bewirtschafteten deutschen Immo-

lien rund 45 Mrd. Euro. Damit werden zahlreiche Arbeitsplätze geschaffen und erhalten. Geschlossene Fonds haben auch eine wichtige Finanzierungsfunktion für öffentliche Infrastrukturprojekte. So wird kommunale Infrastruktur wie z.B. Feuerwachen auch durch die Investitionen von Fonds realisiert. Jüngstes Beispiel für die professionelle Verzahnung der Fondsbranche mit kommunalen Partnern ist der Neubau einer 74 Mio. Euro teuren Büro- und Dienstleistungsimmobilie für eine Universität in Deutschland.

Die maritime Wirtschaft in Deutschland hängt entscheidend von den geschlossenen Schiffsfonds ab, sie sind das wichtigste Finanzierungsvehikel der deutschen Seeschifffahrt: Mehr als die Hälfte der deutschen Containerschiffsflotte werden von geschlossenen Fonds finanziert, an der weltweiten Containerschiffsflotte beträgt der Anteil der geschlossenen Fonds rund ein Fünftel. Aktuell werden von geschlossenen Fonds rund 2000 Schiffe mit einem Fondsvolumen von insgesamt 52 Mrd. Euro finanziert.

Auch bei der Finanzierung der Energiewende haben geschlossene Fonds eine wichtige Funktion. Sie finanzieren weltweit pro Jahr Investitionen in erneuerbare Energien von rund 1,5 Mrd. Euro. Auf Deutschland entfällt davon rund ein Drittel. Rund 7,5 Mrd. Euro wurden in den vergangenen zehn Jahren von geschlossenen Fonds in erneuerbare Energien investiert, davon 3,5 Mrd. Euro in Photovoltaik-Anlagen und 1,7 Mrd. Euro in Windkraft-Anlagen. Mit einer Nennleistung im Photovoltaik-Bereich von rund 1.750 MW können so 500.000 Haushalte mit Strom versorgt werden. Die Windkraft-Anlagen haben eine Nennleistung von 1700 MW und decken den Strombedarf von rund 970.000 Haushalten ab.

Nicht zuletzt steht Deutschland als Finanzstandort im europäischen Wettbewerb. Es ist genau darauf zu achten, welche Regelungen eine 1:1-Umsetzung der Richtlinie sind und welche Regelungen zusätzlich aufgestellt werden. Letztere werden sich stets daran messen lassen müssen, ob sie erforderlich sind und falls ja, welche Auswirkungen sie auf die Wettbewerbsfähigkeit von Finanzunternehmen in Deutschland und Europa haben.

II. Zusammenfassung wesentlicher Aussagen

- Die Beschränkung von Kreditaufnahme, Belastung und Leverage aus § 227 KAGB-E auf 30 Prozent ist zu verändern. Der Wert ist nicht marktüblich und führt zu Wettbewerbsnachteilen für geschlossene Investmentfonds. Die Regelung ist geeignet die Investitionstätigkeit zu vermindern. Dies hat Auswirkungen auf den Wirtschaftsstandort Deutschland. Wir empfehlen den Wert auf 65 Prozent zu setzen.
- Die Regelung in § 226 KAGB-E wahrt nach unserer Auffassung nicht die Balance zwischen Aufsichtsinteresse und Anlegerschutz sowie unternehmerischer Investitionsfreiheit. Die Mindestzeichnungssumme von 50.000 Euro ist zu hoch. Sie schneidet ohne Not einen großen Teil von Anlegern von der Investition in Fonds mit einem Vermögensgegenstand ab. Alternativ sollte die Regelung dahingehend geändert werden, dass die Investition des Anlegers in einen Fonds, der nicht den Grundsätzen der Risikomischung folgt, maximal 15 % seines Vermögens ausmachen darf.
- Der Entwurf regelt nicht den Grundsatz der Risikomischung. Eine Definition dieses Grundsatzes muss die Produktspezifika und Unterscheidungsmerkmale zwischen AIF des offenen und geschlossenen Typs berücksichtigen.
- § 225 KAGB-E regelt die zulässigen Vermögensgegenstände für Investitionen geschlossener AIF. Die Liste ist nicht vollständig, soll aber abschließend sein. Wir halten eine Assetklassenliste mit gesetzlichen Vorgaben für zu starr und innovationsfeindlich. Wenn eine Liste aus Sicht des Gesetzgebers erforderlich ist, dann sollte diese im Rechtsverordnungswege ergehen und eine Öffnungsklausel für die BaFin beinhalten.
- Das Erwerbs- und Veräußerungsverbot aus § 228 Abs. 3 KAGB-E ist praxisfern und führt im Ergebnis zu weniger Investitionstätigkeit in Sachwerte. Es ist daher zu streichen.
- Die Übergangsregelungen des § 321 KAGB-E und des § 32 VermAnlG-E schaffen keine Klarheit, Rechtssicherheit und Bestandsschutz. Sie sind zu überarbeiten. Dabei sollte für den Bereich geschlossener Fonds mit Bezug auf sog. Bestandsfonds auf die Billigung des Verkaufsprospektes sowie die Erstinvestition abgestellt werden.
- Der Entwurf enthält an vielen Stellen Kollisionen zwischen gesellschaftsrechtlichen Regelungen/ HGB und dem Finanzaufsichtsrecht. Die Eingriffe des Ge-

setzes in die grundrechtlich geschützte Privatautonomie sind zu überdenken und auf ihre Zulässigkeit sowie Praktikabilität zu überprüfen.

- Die Regelungen zum Vertrieb und Prospektierung bergen das Risiko, dass es im Kapitalanlagemarkt in Deutschland mit Inkrafttreten des Gesetzes zu einer Verlangsamung von Anlagen und Investitionen kommt, weil die Zulassungs-, Prüfungs- und Genehmigungsfristen in Summe einen Zeitraum von 10-14 Monate ausmachen können. In dieser Zeit ist es Fondsanbieter nicht erlaubt, Produkte bei Anlegern zu platzieren.
- Auf die Einführung einer alternativen Verwahrstelle wird aus unserer Sicht ohne ersichtlichen Grund verzichtet, obwohl die Richtlinie diese zulässt. Dem BMF liegt ein Regelungsvorschlag der Verbände BVK und VGF hierzu vor. Dieser orientiert sich am Versicherungstreuhänder aus dem Versicherungsaufsichtsrecht.
- Die Rechnungslegungsvorschriften im Gesetzentwurf sind praktisch nicht umsetzbar. Anstatt die von der Richtlinie vorgegebene Dauer von sechs Monate zu nutzen, verschärft der Gesetzgeber in Teilbereichen ohne Not, in dem die Fristen bis auf vier Monate reduziert werden.
- Der Gesetzentwurf enthält keine Aussagen zu steuerlichen Regelungen. Daher ist derzeit völlig ungeklärt, wie die im KAGB-E vorgesehenen Fondstypen künftig besteuert werden. Dies ist dringend noch vor Inkrafttreten der Regelungen zu klären.

III. Kommentierung einzelner Regelungen, insbesondere zum Produkt

Durch die hohen Anforderungen an den Begriff des sog. professionellen Anlegers i.S.d. Anhang II der MiFID gelten die meisten Anleger in geschlossenen Fonds als „Kleinanleger“ i.S.d. der MiFID oder als „Privatanleger“ i.S.d. § 2 Abs. 67 S. 2 KAGB-E. Die hohen Hürden bewirken auch, dass viele sog. institutionelle Anleger per Definition „Privatanleger“ sind. Regeln für geschlossene Publikums-AIF betreffen insofern nicht nur „Privatanleger“ im allgemeinen Verständnis, sondern bspw. Family Offices und kleinere Versicherungen. Gerade die institutionellen Anleger haben für geschlossene Fonds in den letzten Jahren enorm an Bedeutung gewonnen. Ihr Anteil an den Investitionen in geschlossene Fonds ist in den vergangenen Jahren signifikant angestiegen: Waren es 2008 noch nur rund 10 Prozent des platzierten Eigenkapitals, machen institutionelle Anleger heute bereits rund 33 Prozent aus.¹

Vor diesem Hintergrund sind die vorgeschlagenen Regeln zu geschlossenen Publikums-AIF von enormer Wichtigkeit. Der Diskussionsentwurf schlägt im Bereich der geschlossenen Publikums-AIF eine Vielzahl von Produktregeln vor, die massive Auswirkungen auf die Strukturierung geschlossener Fonds haben würden. Wir regen daher an, die folgenden Aspekte zu beachten:

1. Leverage-Begrenzung

Der Diskussionsentwurf sieht in § 227 KAGB-E eine Beschränkung von Kreditaufnahme, Belastung und Leverage vor. Kredite dürfen nur bis zur Höhe von 30 Prozent des Publikums-AIF aufgenommen werden, soweit sie marktüblichen Bedingungen unterliegen und ihre Aufnahme in den Anlagebedingungen vorgesehen ist. Die Belastung von Vermögensgegenständen der Assetklassen Immobilien, Schiffe, Flugzeuge und Anlagen zur Erzeugung von Strom aus Erneuerbaren Energien (§ 225 Abs. 1 Nr. 1-4 KAGB-E) darf nach § 227 Abs. 1 KAGB-E nicht höher sein als der Prozentsatz der Kreditaufnahme und 30 Prozent des Verkehrswerts der Vermögensgegenstände im Publikums-AIF. Durch den Verweis in § 227 Abs. 3 KAGB-E erhält die BaFin zudem die Ermächtigung, den Umfang weiter zu beschränken, soweit sie zu der Einschätzung gelangt, dass der Einsatz von Leverage systemische Risiken birgt (§ 211 KAGB-E).

Aus Sicht der Anbieter geschlossener Fonds ist diese Begrenzung zu pauschal, in der Höhe marktunüblich und hätte negative Auswirkungen auf die Strukturierung, die Platzierung und die laufende Bewirtschaftung von Fonds.

¹ Quelle: VGF Branchenzahlen 2011 und VGF Quartalszahlen Q2 2012.

a. Regelungsanlass

Nach der Gesetzesbegründung wird die Regelung eingeführt, um bei geschlossenen Publikumsfonds die gleichen Begrenzungen wie bei offenen Publikumsfonds zu schaffen. Ein solcher Gleichklang verkennt die Unterschiede zwischen offenen und geschlossenen Fonds. Letztere kennen keine Mittelabflüsse durch Rückgaberechte der Anleger. Diesem fundamentalen Unterschied hat der Gesetzgeber bislang explizit Rechnung getragen und beispielsweise erst jüngst bei der Schaffung des Anleger-schutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnsFuG) die Herabsetzung der Leveragebegrenzung für offene Immobilienfonds von 50 Prozent auf 30 Prozent eben mit diesem Mittelabfluss begründet. Der Bericht des Finanzausschusses des Bundestags führt dazu als Begründung ausschließlich die Liquiditätsengpässe an, die offene Immobilienfonds von geschlossenen Immobilienfonds unterscheiden und deren Risiken so durch die Erhöhung der EK-Quote gesetzlich begegnet werden soll.² An dieser Unterscheidung ändert auch die nun durch das KAGB-E angedachte Umgestaltung der offenen Immobilienfonds nichts. Wir sehen daher zunächst keinen Regelungsansatz, warum die für offene Immobilienfonds konzipierte Vorschrift künftig für geschlossene Publikums-AIF übernommen werden sollte.

Soweit der Regelungsanlass von der Überlegung getragen sein sollte, dass eine höhere Fremdkapitalquote per se ein höheres Risiko für die Erträge des Anlegers mit sich bringen sollte, halten wir diese Überlegung für nicht stichhaltig. In einer Untersuchung der bisher aufgelösten Fonds der VGF Mitglieder (sogenannte „historische“ Fonds) wurde der Einfluss der Fremdkapitalquote auf die wirtschaftlichen Ergebnisse ausgewertet. Hierfür wurden sämtliche Leistungsbilanzen der 41 VGF Mitglieder untersucht. Von den 775 untersuchten Fonds, die bis zum 31.12.2010 aufgelöst wurden, hatten 260 Fonds einen Fremdkapitalanteil kleiner bzw. gleich 50 Prozent, bei den weiteren 515 war die Fremdkapitalquote größer als 50 Prozent. Im Rahmen der Untersuchung wurde ausgewertet, wie viele Fonds einen Vermögenszuwachs (nach Rückzahlung der Einlage) für den Anleger erzielen konnten (Erfolgsquote) und wie hoch der Vermögenszuwachs im Durchschnitt ist. Innerhalb der Gruppe der Fonds mit einem Fremdkapitalanteil kleiner oder gleich 50 Prozent lag die Erfolgsquote bei 64,2 Prozent, bei den Fonds mit den höheren Fremdkapitalquoten ab 50 Prozent lag die Erfolgsquote dagegen bei 90,9 Prozent. Der durchschnittliche Vermögenszuwachs lag bei Fonds mit einem Fremdkapitalanteil von bis zu 50 Prozent bei 41,9 Prozent, bei den Fonds mit einer höheren Fremdkapitalquote sogar bei 54,3 Prozent. Damit zeigt sich, dass eine höhere Fremdkapitalquote nicht notwendigerweise die Risiken der

² BT Drs. 17/4739 zu Nummer 7 – neu - (§ 80a S. 1 InvG), Seite 23.

Fonds erhöht, sondern auch höher fremdfinanzierte Fonds stabile Erträge generieren und wirtschaftlich sogar erfolgreicher sein können.

Unseres Erachtens sind für die geschlossenen Publikums-AIF vielmehr Anleihen zu den Regelungen im Pfandbriefrecht bzw. im REITG zu ziehen. Bei REIT-Aktiengesellschaften gilt eine Quote von 55 Prozent, (vgl. § 15 REITG). Gem. § 14 PfandBG gilt für Hypotheken-, Schiffs- und Flugzeugpfandbriefe die Beleihungsgrenze von 60 Prozent, wobei die darauf ausgegebenen Pfandbriefe als mündelsicher, lombardfähig und deckungsstockfähig, damit also als extrem sicher (i.d.R. AAA-Bonität) eingestuft werden.

b. 30 Prozent-Grenze spiegelt nicht die Marktgegebenheiten wieder

Der Diskussionsentwurf schlägt pauschal sowohl für die Beschränkung der Kreditaufnahme als auch für die Belastung der Assets 30 Prozent vor und differenziert hierbei nicht nach den einzelnen Assetklassen. Vor dem Hintergrund der ausdrücklichen Übernahme der Vorschrift aus dem InvG ist dies umso bedenklicher, da die Regelung dort wie gesagt nur für offene Immobilienfonds geschaffen wurde.

Das Ergebnis einer ersten Umfrage bei unseren Mitgliedern zeigt, dass eine 30-Prozent-Grenze in keiner der nach dem KAGB-E für zulässig erachteten Assetklassen (§ 225 Abs. 1 KAGB-E) marktüblich ist. Die marktüblichen Fremdkapitalgrößen in den unterschiedlichen Assetklassen variieren stark; so beträgt beispielsweise der übliche Anteil von Fremdkapital am Fondsvolumen bei inländischen Immobilienfonds 48 Prozent, bei Schiffsfonds 54 Prozent und bei Erneuerbare-Energien-Fonds 72 Prozent.

Diese Zahlen sind das Abbild einer langjährigen Praxis professioneller Kreditgeber. Diese berücksichtigen bei der Festlegung der Beleihungsobergrenze und der Kreditkonditionen eine Vielzahl spezifischer Eigenschaften des Objekts und des Kreditnehmers und wägen diese individuell ab. Bei Immobilien sind das Kriterien wie bspw. der Standort, die Lage, die Bauausführung, die Anzahl und die Restlaufzeiten der Mietverträge, die Bonität der Mieter und eine Vielzahl weiterer Beurteilungsparameter.

Auch die Frage der Sicherheiten und der konzeptionelle Entschuldungszeitraum sind unseres Erachtens Kriterien, die für die Frage nach einer angemessenen Bemessung der Fremdkapitalquote eine Rolle spielen und die bei der Festlegung von Quoten berücksichtigt werden sollten.

c. Sicherheiten der Fremdfinanzierung bleiben unberücksichtigt

Der Diskussionsentwurf lässt unberücksichtigt, dass geschlossene Fonds in Sachwerte investieren und der Fremdfinanzierung daher ein werthaltiges Asset gegenübersteht. Unbeachtet bleibt ferner die Frage, wie sicher der Zahlungsstrom in einem Fonds ist, aus dem eine Fremdfinanzierung bedient wird. Je sicherer dieser ist, desto geringer ist der Ausfall der Rückzahlung des Fremdkapitals. Der Diskussionsentwurf unterstellt bislang, der Einsatz von Fremdkapital sei in jeder denkbaren Situation gleich risikoreich und daher gleich zu begrenzen. Dies entspricht nicht der Realität. Ein Beispiel aus dem Bereich Erneuerbare Energien: Hier sind die Zahlungsströme für an das Netz angeschlossene Anlagen langfristig durch die gesetzliche Energie-Einspeisevergütung gesichert. Das Risiko, den Kapitaldienst nicht erfüllen zu können, ist folglich deutlich geringer. Dieses Beispiel erklärt auch die o.g. vergleichsweise höhere Fremdkapital-Quote in diesem Segment.

Wir erkennen an, dass die Aufnahme von qualitativen Merkmalen in den Gesetzestext nicht gewählt wurde. Gleichwohl sollten bei der Begründung der dadurch ausschließlich quantifizierten Grenze in § 227 KAGB-E die qualitativen Merkmale zumindest beachtet werden. Unseres Erachtens berücksichtigen die 30 Prozent wie gesagt nicht die Marktüblichkeit, die wiederum die qualitativen Merkmale berücksichtigt.

d. Praktische Folgen für die Neukonzeptionierung

Die praktischen Folgen des Entwurfes sind schon jetzt festzustellen. Konkret geplante Investitionen z.B. im Immobilienbereich wurden bereits abgesagt. Die Investitionen waren mit marktüblichen Fremdfinanzierungen unterlegt. Die anzubindenden Assets sollten in Fonds überführt werden. Mit der Vorlage des Gesetzentwurfs ist nun unklar, ob die angebondenen Assets nach Inkrafttreten des Gesetzes überhaupt noch fonds-fähig sind. Fondsfähig wären sie dann nicht mehr, wenn die gesetzliche Leverage-Vorgabe unter der Fremdfinanzierungsquote der betroffenen Objekte liegt.

Weiter ist zu berücksichtigen, dass Banken sich üblicherweise eine über die Darlehenssumme hinausgehende Sicherheit einräumen lassen (Stichwort Übersicherung). Zudem werden Grundschulden üblicherweise in Höhe des Darlehensnominalbetrags zzgl. Zinsen und einmaliger Nebenkosten abgesichert. Dies führt zu dem Ergebnis, dass der Anteil für Investitionen aus der Fremdfinanzierung faktisch sogar geringer als 30 Prozent ausfallen würde.

Die Beschränkung von Kreditaufnahmen und Belastungen in einem marktüblichen Rahmen verringert den Ertrag des Anlegers auf sein eingesetztes Eigenkapital. Damit würde die Wettbewerbsfähigkeit von geschlossenen Fonds als Anlageformen beeinträchtigt. Um dann eine wettbewerbsfähige Rendite für den Anleger generieren zu

können, müsste zwangsläufig das Asset die höhere Rendite liefern. Damit würden Investitionen eher in risikoreichere Objekte fließen. Dies kann nicht im Interesse einer gewollten Steigerung des Anlegerschutzes sein.

Hierzu ein praktisches Beispiel: Ein aktuelles Solarprojekt aus dem Kreise unserer Mitglieder ist mit einer Fremdkapital-Quote von 60 Prozent konzipiert. Eine Reduktion auf 30 Prozent würde zu folgendem Resultat führen: Die Gesamtauszahlung für die Anleger würde sich von 197,4 Prozent auf 157,5 Prozent reduzieren; die IRR nach Steuern würde von 4,1 Prozent auf 3,0 Prozent sinken.

Bezüglich der Wettbewerbsfähigkeit sehen wir zudem noch folgende Gefahr: Bei attraktiven Assets steht dem Angebot eine hohe Nachfrage gegenüber. Für geschlossene Publikums-AIF wäre es eine grobe und nicht nachvollziehbare Wettbewerbsverschlechterung, nur noch Kaufoptionen abgeben zu können, die erst, nachdem zumindest 70 Prozent des Eigenkapital eingeworben worden sind, realisiert werden dürfen. Das Eigenkapital darf erst eingeworben werden, wenn der AIF sowie die Vertrags- und Verkaufsunterlagen von der Aufsicht zum Vertrieb zugelassen wurden. Da es Zeit zur Einwerbung des Eigenkapitals braucht, wird ein Verkäufer andere Käufer, die sofort zahlen können, bevorzugen.

Damit geht es mit der Regelung auch um eine standortpolitische Entscheidung: Geschlossene Publikumsfonds stehen im Wettbewerb mit anderen Investoren insbesondere auch aus europäischen Nachbarländern. Diese kennen keine Produktregeln und können zu anderen Bedingungen am Markt agieren. Im schlimmsten Fall droht, dass geschlossene Investmentfonds beim Ankauf von Objekten im Inland das Nachsehen haben. Darüber muss sich der Normgeber im Klaren sein.

e. Praktische Folgen für die Platzierung

In der Praxis werden häufig Eigenkapitalzwischenfinanzierungen benutzt. Dies geschieht, damit der Fonds bereits vor oder zum Zeitpunkt der Platzierung das Asset ankaufen kann. Während der Platzierung wird dann die Zwischenfinanzierung nach und nach durch das Eigenkapital abgelöst. Die Begrenzung würde den marktüblichen Einsatz von Eigenkapitalzwischenfinanzierungen unmöglich machen.

In der Folge führt dies dazu, dass Fonds erst nach vollständigem Einwerben des Eigenkapitals investieren könnten. Damit schafft der Diskussionsentwurf eine höhere Anzahl von Blind-Pools, bei denen das tatsächliche Investitionsobjekt noch nicht feststeht. Denn ohne frühzeitigen Ankauf des Assets durch den Fonds ist nicht gesichert, dass der Fonds nach Abschluss der Platzierung das Asset überhaupt noch bekommt und die Konditionen die gleichen sind, wie zuvor. Wir sehen aber gerade bei bereits

feststehenden Investitionen eine größere Transparenz für den Anleger. Der Anleger kann dem Prospekt dann die relevante Investitionsgröße, das konkrete Objekt, den Kaufpreis und die mit dem Kauf verbundenen Kosten entnehmen.

Hinzu kommt, dass nach dem Diskussionsentwurf der vorherige Ankauf im Konzern ebenso wenig gestattet ist. Wir befürchten, dass die Kombination dieser beiden Regelungen zu einem massiven Ausfall von Investitionen führen wird.

f. Praktische Folgen für laufende Bewirtschaftung

Nach der Platzierung von geschlossenen Fonds werden im Normalfall keine Kapitalerhöhungen mehr durchgeführt. Kapitalbedarf können geschlossene Fonds folglich nur über die Aufnahme von Fremdkapital decken. Dieser kann insbesondere dann entstehen, wenn bspw. Renovierungen und Revitalisierungen von Immobilien durchzuführen sind, um sie wieder neu vermieten zu können. Dies wäre unmöglich, soweit die Grenze überschritten werden würde. Eine Überschreitung der Grenze wie sie heute im Bereich der Spezial-Sondervermögen möglich ist (vgl. § 91 Abs. 4 InvG) sieht der Diskussionsentwurf nicht vor. Auch hierin sehen wir eine deutliche Risikoerhöhung für den Fonds und damit für den Anleger.

Unklar ist ferner, in welchem Zeitpunkt die Begrenzung ermittelt und eingehalten werden muss. Wir gehen davon aus, dass der Diskussionsentwurf streng nach dem Wortlaut auf den Zeitpunkt der Kreditaufnahme abstellt. Sollten die Kredithöhe und Größe des AIF hingegen fortwährend überprüft werden und über die gesamte Laufzeit im Einklang zu den festgelegten Grenzen stehen müssen, würde dies zu vollkommen unangemessenen Ergebnissen führen: Bei sinkendem Assetwert müsste zwingend auch der Umfang der Kreditaufnahme nach unten angepasst werden. Dies würde nur durch umfangreichere Tilgung des Kredits erreicht werden. Es ist zu erwarten, dass in einer solchen Situation gerade nicht ausreichend liquide Mittel zur Verfügung stehen, sodass es zu einem zwangsweisen Verkauf des Assets (zu einem geringen Wert) käme und der Fonds abgewickelt werden müsste. Auch hierin spiegelt sich unseres Erachtens kein Anlegerschutzgedanke wider.

g. Gesellschaftsrecht

Soweit nach alledem eine Begrenzung der Kreditaufnahme dennoch für notwendig erachtet wird, sollte auch an dieser Stelle die gesellschaftsrechtliche Verfassung des Fonds und die Stellung der Anleger als Gesellschafter beachtet werden. Diese muss ermöglichen, dass im Einzelfall Flexibilität in der Aufnahme von Fremdkapital erlaubt ist. Eine individuelle Möglichkeit der Abweichung, wie sie bspw. bei Spezial-Sondervermögen vorgesehen ist (dort bis zu 50 Prozent, vgl. § 91 Abs. 3 InvG) ist

bislang nicht vorgesehen. Mehrheitliche Beschlüsse der Gesellschafterversammlung sollten aber als ausdrücklicher Willen der Gesellschaft verstanden werden und nicht durch aufsichtsrechtliche Vorgaben ausgehöhlt werden.

h. Empfehlung für Regelungsvorschlag

Vor diesem Hintergrund schlagen wir vor, die Aufnahme einer pauschalen Quote zu überdenken. Soweit eine solche jedoch beibehalten bleiben soll, sind wir davon überzeugt, dass die geplanten gesetzlichen Grenzen diese Parameter und die langjährige Geschäftserfahrung nicht vollkommen ausblenden dürfen. Vielmehr sollten sie sich an der Marktüblichkeit orientieren und bewusste Abweichungen zumindest begründen können. **Eine Quote von 65 Prozent erscheint uns vor diesem Hintergrund angemessen.** Wir schlagen daher vor, § 227 wie folgt zu fassen:

„§ 227

Beschränkung von Kreditaufnahme, Belastung und Leverage

- (1) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft darf für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger Kredite nur bis zur Höhe von 65 Prozent des geschlossenen Publikums-AIF und nur dann aufnehmen, wenn die Bedingungen der Kreditaufnahme marktüblich sind ~~und dies in den Anlagebedingungen so vorgesehen ist.~~³
- (2) Die Belastung von Vermögensgegenständen nach § 225 Absatz 1 Nummer 1 bis 4, die zu einem geschlossenen Publikums-AIF gehören, sowie die Abtretung und Belastung von Forderungen aus Rechtsverhältnissen, die sich auf diese Vermögensgegenstände beziehen, sind zulässig, wenn dies ~~in den Anlagebedingungen vorgesehen ist und~~⁴ mit der ordnungsgemäßen Wirtschaftsführung vereinbar ist und wenn die Verwahrstelle den vorgenannten Maßnahmen zustimmt, weil sie die Bedingungen, unter denen die Maßnahmen erfolgen sollen, für marktüblich erachtet. ~~Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft muss sicherstellen, dass die Belastung nach Satz 1 nicht höher ist als der Prozentsatz der Kreditaufnahme an dem geschlossenen Publikums-AIF und insgesamt nicht 30 Prozent des Verkehrswertes der im Publikums-AIF befindlichen Vermögensgegenstände gemäß § 225 Absatz 1 Nummer 1 bis 4 nicht überschreitet.~~

³ Vgl. hierzu die Ausführungen zu den Anlagebedingungen unter III. 7.

⁴ Vgl. hierzu die Ausführungen zu den Anlagebedingungen unter III. 7.

(3) Abweichungen von den Beschränkungen der Abs. 1 und Abs. 2 sind nur durch mehrheitlichen Beschluss der Anleger des geschlossenen Publikums-AIF zulässig.

(4) § 211 gilt entsprechend.“

2. „Ein-Objekt-Fonds“ / Risikomischung

Wir befürworten den Vorschlag des BMF, die Wahlfreiheit des Anlegers zwischen sog. „Ein-Objekt-Fonds“ und sog. „Mehr-Objekt-Fonds“ zu erhalten. Damit werden Produktvielfalt und Wettbewerb im Sinne des Anlegers und seiner Entscheidungsfreiheit gestärkt. Der Diskussionsentwurf trägt mit dem Vorschlag einem ganz wesentlichen Merkmal von geschlossenen Fonds Rechnung: Sie ermöglichen auch Privatanlegern über ihre unternehmerische Beteiligung die Investition in Vermögensgegenstände, die zumeist nur professionellen Anlegern zugänglich sind. Dabei investieren die Fonds in einen regelmäßig vorher festgelegten Sachwert, der über mehrere Jahre bewirtschaftet und schließlich am Ende der Laufzeit veräußert wird. Ausdrücklich unterstützen wir den Erhalt dieser Besonderheit, den der Diskussionsentwurf in § 226 KAGB-E vorsieht. Allerdings erachten wir den gewählten Weg und die Bedingungen zur Investition in AIF mit einem Vermögensgegenstand des Diskussionsentwurfs für unzureichend.

a. Begriff „Ein Vermögensgegenstand“

Wir halten die Verwendung des Begriffs „ein Vermögensgegenstand“ grundsätzlich für schwierig. Ist daraus zu schließen, dass Fonds mit mehr als einem Vermögensgegenstand risikogemischt sind gemäß § 226 Abs. 1 S. 2 KAGB-E? Falls nicht, käme dies faktisch einem Verbot von Fonds mit zwei Vermögensgegenständen gleich. **Vor diesem Hintergrund regen wir an, anstatt von „ein Vermögensgegenstand“ von „nicht dem Grundsatz der Risikomischung folgend“ zu sprechen.**

b. Semi-professioneller Anleger / Mindestzeichnungssumme

Vor dem Hintergrund der äußerst groben Zuordnung der Anlegerkategorien der MiFID in professionelle Anleger und nicht-professionelle Anleger, sog. „Kleinanleger“ erscheint die Schaffung eines semi-professionellen Anlegers für den Anwendungsbereich des KAGB-E sinnvoll. Anderenfalls würden selbst vermögende Privatpersonen oder sog. Family Offices, die Millionenanlagen tätigen, genauso eingestuft und behandelt wie der Schalterkunde.

Wir haben uns gemeinsam mit den anderen Fondsverbänden BAI, BVI und BVK deshalb bereits im Februar 2011 für die Schaffung einer Zwischenebene bei 20.000 Euro

eingesetzt. Unterhalb dieser Zeichnungssumme sollten nach Ansicht der Fondsverbände Produktregeln möglich sein, um wirkungsvoll richtige Kleinanleger zu schützen. Leider hat das BMF diesen Vorschlag nicht aufgegriffen.

Stattdessen schlägt das BMF mit dem Entwurf einen semi-professionellen Anleger vor, der mindestens 50.000 Euro im Falle einer Anlage in einen AIF mit einem Vermögensgegenstand investieren muss. Die Mindestbeteiligungssumme in Höhe von 50.000 Euro ist zu hoch. Die Einführung hätte massive Auswirkungen auf den Markt der geschlossenen Investmentfonds in Deutschland. Eine aktuelle Umfrage bei unseren Mitgliedsunternehmen zeigt, dass 59 Prozent des Eigenkapitals durch Anleger mit Zeichnungssummen unterhalb 50.000 Euro eingeworben wurde. Würden diese 59 Prozent Eigenkapital für 1-Objekt-Fonds nicht mehr zur Verfügung stehen, blieben die mit den Fonds verbundenen Investitionen aus.

c. Anknüpfungspunkt Anlagevermögen

Statt der Einführung einer Mindestbeteiligungssumme für nicht-risikogemischte Fonds sprechen wir uns dafür aus, eine maximale prozentuale Obergrenze für Anlagen in nicht-risikogemischte Fonds festzulegen. Eine Obergrenze von 15 Prozent erachten wir als sachgerecht.

Eine solche Regelung hätte zwei Vorteile: Zum einen würden dadurch nicht grundsätzlich sämtliche Anleger von der Investition in einen Fonds mit nur einem Vermögensgegenstand ausgeschlossen. Zum anderen vermeidet die Festlegung, dass der Anleger „alle Eier in einen Korb legt.“ Es findet folglich eine Risikomischung auf der Ebene des Anlegerportfolios statt. Wir glauben, dass hierüber ein deutliches Mehr an Anlegerschutz erreicht werden kann.

Zudem gelingt dadurch die Verbindung zum Vertrieb. Ob ein bestimmter Fonds, mit einem oder auch mehreren Objekten, für einen Anleger geeignet ist, ist danach zu bestimmen, ob die Anlage in den Fonds den Anlagezielen des betreffenden Kunden entspricht, die hieraus erwachsenden Anlagerisiken für den Kunden seinen Anlagezielen entsprechend finanziell tragbar sind und der Kunde mit seinen Kenntnissen und Erfahrungen die hieraus erwachsenden Anlagerisiken verstehen kann. Eine solche Geeignetheitsprüfung sieht bereits § 31 Abs. 4 WpHG vor, der für geschlossene Fonds im Bankenvertrieb seit dem 1. Juni 2012 gilt und dessen Maßstab für den bankenunabhängigen Vertrieb ebenso ab 1. Januar 2013 Wirkung entfalten wird. Zudem ist der Vertrieb nach geltendem Recht sowie Rechtsprechung schon heute verpflichtet, seinen Kunden „zu erforschen“ und seine Vermögenssituation zu erfassen. Ohne eine solche Erfassung kann keine Beratung rechtskonform stattfinden.

d. Empfehlung

§ 226 Abs. 1 KAGB-E sollte daher wie folgt gefasst werden:

„§ 226

Anzahl der Vermögensgegenstände

(1) Investiert die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft für den geschlossenen AIF ~~in nur einen Vermögensgegenstand~~ nicht nach dem Grundsatz der Risikomischung, dürfen die Anteile oder Aktien dieses AIF nur von Privatanlegern gezeichnet oder gekauft werden, die

- ~~1. sich verpflichten, mindestens 50.000 EUR zu investieren, und~~
- ~~2. für die die Voraussetzungen nach Artikel 6 Buchstaben b bis e der Verordnung 2012/.../EU erfüllt sind~~

erklären, dass die Gesamthöhe des Anteile oder der Aktien im Zeitpunkt des Erwerbs nicht mehr als 15 Prozent des Vermögens des Privatanlegers ausmacht.

Im Übrigen gilt für geschlossene Publikums-AIF der Grundsatz der Risikomischung.“

e. Grundsatz der Risikomischung

Der in § 226 Abs. 1 S. 2 genannte Grundsatz der Risikomischung ist nach dem Diskussionsentwurf als unbestimmter Rechtsbegriff ausfüllungsbedürftig. **Aufgrund der Unterschiedlichkeit der durch das KAGB geregelten Fondsvehikel, sowie der Unterschiedlichkeit der zugelassenen Vermögensgegenstände, sollte jeweils ein spezifischer Grundsatz der Risikomischung entwickelt werden und gelten.** Ein Rückgriff auf bisherige Auslegungen zu Fonds aus dem Geltungsbereich des InvG sollte vermieden werden, da man Gefahr läuft, „Äpfel mit Birnen“ zu vergleichen.

Wir setzen uns für eine neue Betrachtungsweise ein. Der Grundsatz der Risikomischung bei geschlossenen Fonds sollte aus einem qualitativen Maßstab heraus entwickelt werden sollte. Der Diskussionsentwurf lässt die Entwicklung eines neuen Grundsatzes für geschlossene Fonds unseres Erachtens systematisch zu, da seine Erwähnung in Bereich der geschlossenen Publikums-AIF speziell dort und nicht im allgemeinen Teil vorgenommen wird. Ferner sind keine gesonderten quantitativen Anlagegrenzen vorgesehen.

Unseres Erachtens ist von einer rein quantitativen Betrachtungsweise auf Ebene des Fonds abzusehen. Vielmehr sollten vor allem die Qualität des Vermögensgegenstandes oder der Vermögensgegenstände im AIF Berücksichtigung finden. Wesentlich sind aus unserer Sicht die risikomischenden Elemente innerhalb des Vermögensgegenstandes. Aus unserer Sicht hätte beispielsweise ein Einkaufscenter mit 40 Mietern, deren Bonität gesichert ist und deren Mietverträge unterschiedlich lang laufen, eine andere Risikomischung, als beispielsweise drei Immobilien mit jeweils einem Mieter in einer Stadt.

Hinzu kommen auch an dieser Stelle die Unsicherheiten aus den Übergangsregeln. Die heutige Konzeption sieht sich dem Problem ausgesetzt, nicht zu wissen, welches Produkt mit welcher Strukturierung, welchen Anlegern und welchen Vermögensgegenständen geplant werden kann. Daher regen wir an, zeitnah mit der Ausfüllung des unbestimmten Rechtsbegriffs Grundsatz der Risikomischung zu beginnen. Dies sollte bestenfalls vor Inkrafttreten des Gesetzes beginnen. Der Verband steht dem BMF und der BaFin hierbei als Ansprechpartner jederzeit zur Verfügung.

3. Zulässige Vermögensgegenstände

Der Diskussionsentwurf sieht in § 225 Abs. 1 KAGB-E für geschlossene Publikums-AIF einen abschließenden Assetklassenkatalog vor. Dieser zählt bestimmte Vermögensgegenstände auf, die ein geschlossener Publikums-AIF erwerben darf. Zur Begründung wird ausgeführt, dass geschlossene Publikums-AIF ohne die Vorschrift in jedweden Vermögensgegenstand investieren könnten, ohne dass besonders risikoreiche Vermögensgegenstände ausgeschlossen wären bzw. besondere Schutzvorschriften geschaffen werden könnten.

Ein Abgleich mit den VGF-Branchenzahlen lässt erkennen, dass rund 21 Prozent (entspricht 5,195 Mrd. Euro) des platzierten Eigenkapitals der letzten vier Jahre nicht in den gemäß § 225 Abs. 1 KAGB-E zulässigen Assetklassen eingesammelt wurde. Damit ist ein durchaus erheblicher Anteil des Marktes von einer solchen Beschränkung betroffen, weshalb folgende Aspekte beachtet werden sollten:

a. Starrer Positivkatalog ist innovationsfeindlich

Ein ganz grundsätzliches Problem sehen wir in der Innovationsfeindlichkeit einer Positivliste. Der vorgeschlagene Katalog bildet zwar wesentliche Teile der Assetklassen ab, die heute im Markt der geschlossenen Fonds eine Rolle spielen. Andere mit den aufgeführten Assetklassen durchaus vergleichbare Vermögensgegenstände fehlen dagegen. Der Katalog manifestiert die genannten Vermögensgegenstände zudem

abschließend gesetzlich bis auf unbeschränkte Zeit. Damit wird die Innovationsfähigkeit des Produktes erheblich geschwächt. Zum einen mindert das die Produktvielfalt für den Anleger. Zum andern schnürt es das Produkt aber von der realen Marktentwicklung ab.

Hierzu ein Beispiel: In 2011 wurden 11 Prozent des platzierten Eigenkapitals durch Fonds in Erneuerbaren Energien eingeworben. Gemessen am platzierten Eigenkapital im Gesamtmarkt i.H.v. von 5,58 Mrd. Euro entspricht dies 637,11 Mio. Euro. Damit wurden Investitionen in Höhe von 1,52 Mrd. Euro getätigt. Diese Fonds leisten einen wesentlichen Beitrag zur Energiewende, deren Gelingen ganz wesentlich von einer leistungsstarken Finanzierung abhängt. Wir sind jedoch davon überzeugt, dass der Diskussionsentwurf diese Assetklasse noch vor zehn Jahren womöglich unberücksichtigt gelassen hätte. Der Stellenwert in der politischen Debatte war seinerzeit ein anderer.

Wer kann heute sagen, welche Produkte in fünf oder zehn Jahren für die Realwirtschaft gebraucht werden? Zukunftsfähige Produkte brauchen ebenso zukunftsfähige Gesetze. Eine starre Festschreibung des Status-Quo und den Verweis innovativer Assetklassen auf geschlossene Spezial-AIF halten wir für unangebracht. Eine jeweilige Änderung des Gesetzes, wenn sich die Zeiten geändert haben, ist unflexibel und zeitintensiv.

Soweit ein Positivkatalog politisch gewollt ist, sind jedenfalls Anpassungen notwendig.

b. Öffnungsklausel durch Verordnungsermächtigung / Individualprüfung

Um schneller auf Innovationen und deren Finanzierungsbedarf im Markt reagieren zu können, sollte die Positivliste nicht als Gesetz sondern allenfalls als Rechtsverordnung geregelt werden. Zudem sollte mindestens eine jährliche Überprüfung und ggf. Anpassung der Assetklassen möglich sein, um auf Entwicklungen im Markt reagieren zu können. Dies könnte im Wege einer Verordnungsermächtigung geschehen.

Weiter sollte auch eine individuelle Prüfungsmöglichkeit der BaFin diskutiert werden. Diese könnte dazu ermächtigt werden, im Einzelfall darüber entscheiden zu können, ob ein Erwerb eines bestimmten Vermögensgegenstandes zugelassen wird, ohne dass die Änderung der Rechtsverordnung abgewartet werden muss. Zudem könnte es im Einzelfall auch angemessen erscheinen, von den weiteren Vorgaben der § 225 Abs. 2 bis 6 KAGB-E abzusehen. Ähnliches ist von der Systematik her auch im Versicherungsrecht bekannt. Ungeachtet der dort geregelten Inhalte stellt bspw. § 2 AnIV

die erlaubten Anlageformen in einem Positivkatalog dar; für nicht aufgelistete Anlageformen gibt es eine einzelfallbedingte Öffnungsklausel.

Wir schlagen vor, § 225 komplett neu zu fassen:

„§ 225

Zulässige Vermögensgegenstände

(1) Das Bundesministerium der Finanzen wird ermächtigt, durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrates bedarf, nähere Bestimmungen über die Vermögensgegenstände zu erlassen, die die Kapitalverwaltungsgesellschaft für einen inländischen geschlossenen Publikums-AIF erwerben darf. Eine Überprüfung des Katalogs der zugelassenen Vermögensgegenstände soll mindestens jährlich erfolgen. Das Bundesministerium wird ermächtigt, nähere Vorschriften über das Prüfungs- und Zulassungsverfahren neuer Vermögensgegenstände zu bestimmen.

(2) Die Bundesanstalt kann AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften in begründeten Fällen den Erwerb von Vermögensgegenständen für einen inländischen geschlossenen Publikums-AIF, die in der nach Absatz 1 zu erlassenden Rechtsverordnung nicht genannt sind, gestatten, soweit die Belange der Privat Anleger dadurch nicht beeinträchtigt werden.“

c. Berücksichtigung weiterer Vermögensgegenstände

Der jetzige § 225 Abs. 1 KAGB-E könnte die Grundlage für die im Rahmen einer Rechtsverordnung zugelassenen Vermögensgegenstände bilden. Ganz unabhängig davon, wie die Liste geregelt wird, wäre diese in jedem Fall zu erweitern, da die im Diskussionsentwurf aufgezählten Vermögensgegenstände willkürlich Assetklassen vom Geschäft ausschließen, die als solche gerade nicht risikoreich sind. **Zusätzlich aufgenommen werden sollten zumindest folgende Vermögensgegenstände:**

- **Containerfonds**
- **Schiennenverkehr, dabei insbesondere Eisenbahnverkehr / Züge / Waggons**
- **Luftfahrzeuge sowie deren Bestand- und Ersatzteile, u.a. Triebwerke**
- **Infrastruktur ohne ÖPP, bspw. Stromtrassen, Mobilfunknetze**
- **Wald- und Forstwirtschaft**
- **Agrarwirtschaft**

- **Leasingfonds**

Das Beispiel der Containerfonds veranschaulicht die Willkür einer starren Positivliste: Standard-Seecontainer sind simple, robuste Stahlkisten, die sehr wertstabil sind. Container werden in keinem relevanten Umfang spekulativ gebaut. Weil Container auch in größeren Stückzahlen schnell hergestellt sind, bestellen die Reedereien und Leasinggesellschaften sie erst dann, wenn der Transportbedarf tatsächlich vorhanden bzw. konkret absehbar ist. Deshalb unterliegen die Containerleasingraten auch keinen großen Schwankungen. Mit Containerfonds ist zudem eine sehr breite Streuung möglich. Große Containerportfolios bestehen aus verschiedenen Containertypen unterschiedlichen Alters, die unterschiedlich lange an zum Teil mehrere hundert Mieter vermietet sind. Ein gegenüber den anderen in der Liste genannten Vermögensgegenständen erhöhtes Risiko ist uns vor diesem Hintergrund nicht ersichtlich. Dies gilt in gleicher Weise für die anderen oben aufgeführten Vermögenswerte. Diese sollten Eingang in die Positivliste finden.

d. Klarstellungen in den benannten Assetklassen

Ferner halten wir die im Diskussionsentwurf verwendeten Formulierungen zum Teil für klarstellungsbedürftig. Zudem befürchten wir, dass die Formulierungen die eigentlich gemeinten Investitionen zum Teil nicht vollständig abbilden. Eine Konkretisierung der Formulierungen erachten wir daher für wichtig.

i. Zu § 225 Abs. 1 Nr. 1 KAGB-E (Immobilien)

Es sollte klargestellt werden, dass Forst- und Agrarimmobilien zulässig sind. Hierbei handelt es sich um eine vergleichsweise schwankungsarme Anlageform. Ferner stellen Forst- und Agrarimmobilien einen nicht der Abnutzung unterliegenden Realwert dar. Durch die Beschränkung dieser Assetklasse auf Grundstücke sollten exotische Kategorien, bei denen die Fonds nur einzelne Bäume oder nur die Nutzungsrechte an Plantagen erwerben, bereits durch den Diskussionsentwurf wirksam ausgeschlossen sein. Soweit es als notwendig erachtet wird, könnten weitere Konkretisierungen vorgenommen werden, bspw. regionale Begrenzungen der Assetklasse.

ii. Zu § 225 Abs. 1 Nr. 2 KAGB-E (Schiffe)

Es sollte klargestellt werden, dass neben dem Schiff auch Aufbauten und Schiffsbestandteile zulässig sind.

iii. Zu § 225 Abs. 1 Nr. 3 KAGB-E (Flugzeuge)

Der Begriff „Flugzeuge“ ist zu eng umgrenzt. Dieser sollte gegen den Begriff der Luftfahrzeuge ersetzt werden, so dass auch z.B. Hubschrauber zulässige Vermögensgegenstände darstellen. Zudem sollten auch Bestandteile wie Triebwerke von Luftfahrzeugen zulässig sein.

iv. Zu § 225 Abs. 1 Nr. 4 KAGB-E (Anlagen zur Erzeugung von Strom aus Erneuerbaren Energien)

Die Assetklasse ist nur auf Anlagen zur Erzeugung von Strom aus Erneuerbaren Energien beschränkt. Das bildet die Investitionen in Projekte mit Erneuerbaren Energien nicht korrekt ab. Es sollte nicht nur auf die Erzeugung abgestellt werden. Relevant wären ferner der Transport und die Speicherung von Strom. Nicht alle dieser denkbaren Projekte sind über ÖPP-Projektgesellschaften gem. § 225 Abs. 1 Nr. 5 KAGB-E strukturiert.

Unberücksichtigt sind ferner Projekte zur Wärmeerzeugung (bspw. Block-HKWs), Biogasanlagen und Power-to-Gas-Anlagen, deren Integration wir für wichtig halten.

Wir sprechen uns daher dafür aus, den Wortlaut der Vorschrift auf alle Projekte in Erneuerbare Energien zu erweitern, statt ihn auf Erzeugung von Strom zu beschränken.

v. Zu §§ 225 Abs. 1 Nr. 5 bis 8 KAGB-E

Der Diskussionsentwurf spricht in den genannten Assetklassen zum einen von Beteiligungen (Nr. 5 und Nr. 6), zum anderen von Anteilen oder Aktien (Nr. 7 und Nr. 8). Die unterschiedliche Begriffsverwendung erscheint unklar und sollte, soweit kein Unterschied besteht, einheitlich formuliert werden.

vi. Zu § 225 Abs. 1 Nr. 9 KAGB-E (liquide Vermögensgegenstände) bzw. § 225 Abs. 2 KAGB-E

Der Diskussionsentwurf ermöglicht die Investition in liquide Vermögensgegenstände nur bis zu 49 Prozent des Werts des AIF. In der Emissions- und Investitionsphase eines geschlossenen Fonds kommt es in Abhängigkeit vom Investitionskonzept vor, dass zunächst Einlagen der Anleger liquide gehalten werden und dann, z.B. bei Blind-Pool-Konzepten oder der zeitlichen Strukturierung des Ankaufsprozesses erst nach Abschluss der Kapitaleinwerbung oder dem Vorliegen bestimmter Ankaufsbedingungen die Mittel in die finale Vermögensgegenstände investiert werden.

Ferner ist die Vorschrift dem Hintergrund der Leveragebegrenzung (§ 227 KAGB-E) und dem Erwerbs- und Veräußerungsverbots (§ 228 Abs. 3 KAGB-E) unmöglich zu

erfüllen. Die genannten Vorschriften führen zwangsläufig zu mehr Blind-Pools, bei denen das konkrete Investitionsobjekt zu Beginn der Platzierung noch nicht feststeht und erst später erworben wird. Das zunächst eingeworbene Eigenkapital muss bis zum Zeitpunkt der Investition zwangsläufig angelegt werden. Hierbei erscheint nicht nachvollziehbar, was mit den Mitteln passieren soll, die 49 Prozent des AIF-Wertes übersteigen. Die Vorschrift sollte die Platzierungsphase unter dem Eindruck der beiden anderen Vorschriften §§ 227 und 228 Abs. 3 KAGB-E berücksichtigen.

Wir schlagen vor, die Begrenzung der liquiden Vermögensgegenstände auf 49 Prozent auf den Zeitpunkt des Abschlusses der Investitionsphase zu beziehen.

e. Begriffe Erwerb und Investition

Wir machen darauf aufmerksam, dass die AIFM-Richtlinie ausschließlich davon spricht, in Vermögensgegenstände zu investieren. Der Diskussionsentwurf spricht in § 225 Abs. 1 KAGB-E vom Erwerb von Vermögensgegenständen. Wir sprechen uns für die Verwendung dieses weiteren Begriffs aus, da insbesondere der „Erwerb“ von Bankguthaben (§§ 225 Abs. 1 Nr. 9 i.V.m. 191 KAGB-E) als unpassend erachtet wird.

4. Erwerbs- und Veräußerungsverbot

Nach dem Diskussionsentwurf sollen Vermögensgegenstände wie Immobilien, Schiffe, Flugzeuge, Anlagen zur Erzeugung von Strom aus Erneuerbarer Energien, Beteiligungen an ÖPP-Projektgesellschaften und Zweckgesellschaften für die genannten Assetklassen nicht vom geschlossenen Publikums-AIF erworben werden dürfen, wenn die Vermögensgegenstände zuvor im Eigentum der Kapitalverwaltungsgesellschaft oder einem Unternehmen in der Konzernstruktur der Kapitalverwaltungsgesellschaft standen, vgl. § 228 Abs. 3 KAGB-E.

Diese aus dem bisherigen Recht der offenen Immobilienfonds stammende Regelung stellt Anbieter geschlossener Fonds vor enorme Herausforderungen, zum einen hinsichtlich ihrer eigenen Konzernstruktur und zum anderen hinsichtlich der Neukonzeption von Fonds. Die Regelung ist praxisfern. In Kombination mit den Produktregeln zu Leverage wird sie zu dem Ergebnis führen, dass keine Fonds mehr mit konkreten Investitionsobjekten aufgelegt werden können. Dem Blind-Pool wird durch den Gesetzgeber Vorschub geleistet. Das ist aus unserer Sicht keine Förderung des Anleger-schutzes.

a. Konzernstrukturen

Emissionshäuser von geschlossenen Fonds sind oftmals ein Teil einer Konzernstruktur, innerhalb derer sie für die Finanzierung von Projekten zuständig sind, die von anderen Konzernteilen konzipiert, entwickelt, produziert oder erworben werden. So sind bspw. im Schifffahrtsbereich ganze Konzernstrukturen um eine Reederei gewachsen; das Emissionshaus ist nur der Teil des Konzerns, der für das im Konzern erstellte Asset die Finanzierung organisiert. Ein Erwerbs- und Veräußerungsverbot würde diese Konzernstruktur vollkommen hinterfragen.

b. Anbindung von Vermögensgegenständen

Auch unabhängig von der Konzernstruktur erwerben Anbieter nicht selten Assets in dem Moment, in dem sie auf dem Markt zur Verfügung stehen und überführen sie erst zu einem späteren Zeitpunkt in den Fonds. Eine solche Produktanbindung ist für den Fonds und den Anleger von enormem Vorteil. Das Anlageobjekt kann konkret benannt und ggfs. geprüft werden. Die Kosten für den Erwerb können und werden transparent im Prospekt beschrieben.

Ohne diese Möglichkeit würden nur noch Blind-Pools konzipiert werden können, bei denen das konkrete Investitionsobjekt noch nicht feststeht. Erst wenn ausreichend Eigenkapital eingesammelt ist, könnte der Fonds die Investition tätigen. In der Praxis vergehen hierbei zumeist mehrere Monate. Die Wahrscheinlichkeit, Monate später noch den avisierten Vermögensgegenstand zu den gleichen Konditionen erwerben zu können, ist gering. Folglich führt auch diese Vorschrift im Ergebnis dazu, dass geschlossene Publikums-AIF im Wettbewerb um erstklassige Vermögensgegenstände das nachsehen haben werden.

Zur Veranschaulichung:

Ein Emissionshaus kauft in der Regel ein Asset zunächst auf die eigenen Bücher. Bei einer marktüblichen Fremdfinanzierung von z.B. 50 Prozent bei Immobilien steht es mit Eigenkapital und für die Rückzahlung der „Zwischenfinanzierung“ ein. Wegen der Leveragebegrenzung im AIF auf 30 Prozent wäre die Immobilie schon nicht fondsfähig. Unterstellt man, der Leveragebetrag wird auf die von uns geforderte Quote von 65 Prozent heraufgesetzt, wäre sie fondsfähig. Dies hilft aber wenig, wenn das Anbindungsverbot bestehen bleibt. Denn das Emissionshaus darf das Asset nicht von den eigenen Büchern in den AIF geben. Selbst wenn das Anbindungsverbot nicht bestünde, gibt es ein Problem. Denn der AIF erwirbt vom Emissionshaus die Immobilie zu 100 Prozent. Hiervon sind 55 Prozent Fremdfinanzierung von einer Bank, sowie 45 Prozent Eigenkapital des Emissionshauses. Im Verhältnis zum Emissionshaus stellen die 45 Prozent Eigenkapital für den AIF jedoch Verbindlichkeiten dar. Insofern läge sein Leverage bei 100 Prozent, da er noch kein Eigenkapital von Anlegern eingewor-

ben hat. Das Eigenkapital von den Anlegern kann er jedoch erst einwerben, wenn der Prospekt mit der konkreten Beschreibung des Assets und dem Nachweis des Eigentumserwerbs von der BaFin genehmigt worden ist. Erst dann kann er das Eigenkapital des Emissionshauses ablösen.

c. Empfehlung

Wir sprechen uns für die Streichung der Vorschrift aus. Die allgemeinen Regeln zu den Organisationsanforderungen von Kapitalverwaltungsgesellschaften gem. § 28 KAGB-E sind hinreichend dazu geeignet, mögliche Interessenkonflikte zu vermeiden. Soweit dies nicht als ausreichend erachtet wird, sind weniger strenge Maßnahmen als das vorgeschlagene Verbot ebenso wirksam. Solange der Preis des Vermögensgegenstands nicht im Widerspruch zum Marktpreis steht, entsteht unseres Erachtens auch kein Interessenkonflikt. Anstatt eines Verbots sollte der Einklang mit dem Marktpreis nicht zuletzt vor dem Hintergrund der künftig verpflichtend geregelten Bewertung genügen. Ein Einpreisen von marktüblichen Kosten, die dem Konzernunternehmen für vorherige Anbindung entstanden sind (bspw. Fremdfinanzierungskosten), sollte hierbei möglich sein.

Ferner ist im Zusammenspiel mit der Leveragebegrenzung zwingend klarzustellen, dass die Leveragequote erst im Zeitpunkt des Abschlusses der Eigenkapitaleinwerbung erreicht werden muss. Anderenfalls wären sog. Eigenkapitalzwischenfinanzierungen wie oben beschrieben nicht mehr möglich.

5. Übergangsvorschriften / Bestandsschutz

Die Übergangsvorschriften des Diskussionsentwurfs sind für geschlossene Fonds in mehrfacher Hinsicht vollkommen unzureichend: Zunächst entfalten die Übergangsregeln des § 321 Abs. 1 und 2 KAGB-E einen geringeren Schutz als dieser von der AIFM-Richtlinie (Art. 61 Abs. 3 und 4 AIFM-Richtlinie) vorgesehen ist. Ferner bleiben wesentliche Auslegungsfragen, die in der AIFM-Richtlinie nicht geklärt worden sind, weiter unbeantwortet. Schließlich sind die Übergangsregeln zu den neuen Produktregeln für geschlossene Publikums-AIF ungenügend.

a. Neue Fondskonzeptionen werden schon heute nahezu unmöglich

Die Übergangsregeln für geschlossene Fonds gem. § 321 KAGB-E und § 32 VermAnlG-E beantworten wesentliche Fragen aus der heutigen Konzeptionspraxis nicht. Die Stärke geschlossener Fonds liegt darin, den Anlegern ein konkretes Investment in ein bereits ausgesuchtes und festgelegtes Wirtschaftsgut anzubieten. Der zeitliche Vorlauf, aber auch die vom Anbieter zu verauslagenden Kosten für die wirt-

schaftliche, technische und rechtliche Überprüfung (Due Diligence) dieses Wirtschaftsgutes, sowie bei fremdfinanzierten Objekten für die Bereitstellung einer Finanzierung, sind erheblich höher als bei den im offenen Bereich üblichen Blind-Pool-Konzepten. Es ist keine Seltenheit, dass zwischen der Identifikation eines Wirtschaftsgutes und dem Beginn der Platzierung ein Zeitraum von deutlich mehr als einem halben Jahr liegt. Gleichzeitig kann die Einwerbung des Eigenkapitals bei Anlegern heute ebenfalls viele Monate dauern.

Aktuelle Fondskonzeptionen und laufende Eigenkapitalplatzierungen sind in der Erwartung initiiert worden, ab Mitte 2013 (bei Neugeschäft allenfalls) einer Managerregulierung durch die AIFM-Richtlinie zu unterliegen. Die Unternehmen gingen ferner davon aus, keine Zulassung zu benötigen, soweit sie ausschließlich bestehende Fonds des geschlossenen Typs verwalten, die keine neuen Anlagen mehr tätigen. Auch in Kenntnis der AIFM-Richtlinie bestand keine Möglichkeit für Anbieter, die jetzt vorgesehene Regulierung in der Konzeption der nun laufenden Fonds zu antizipieren und zu berücksichtigen. Vor allem aber haben die nicht auf der Richtlinie basierenden nun vorgeschlagenen Produktregeln für geschlossene Publikums-AIF weder die Unternehmen, deren Fonds, noch deren Anleger erwarten dürfen. Es durfte folglich darauf vertraut werden, ein Produkt zu den Konditionen zu erwerben, wie es im Verkaufsprospekt beschrieben wurde. Gesetzlich muss dieses Vertrauen geschützt sein. Die vorgeschlagenen Übergangsregeln schaffen einen solchen Vertrauensschutz aber nicht.

Hieraus erwächst eine große Unsicherheit bei allen Beteiligten im Markt der geschlossenen Fonds. Fonds, die aber ab Mitte 2013 vertrieben werden sollen, werden bereits heute geplant und konzipiert. In Ermangelung von Klarheit und Rechtssicherheit stellt sich für Unternehmen die Frage, ob ihre geplante Investition überhaupt noch getätigt werden kann, wenn droht, dass die Investition nach Inkrafttreten des Gesetzes nicht mehr fondsfähig ist.

b. Sicherheit durch klare Fristen

Fristen müssen Rechtssicherheit schaffen. Die Übergangsregeln müssen daher unbedingt beachten, dass es Faktoren gibt, die die Fonds und Unternehmen beeinflussen können (bspw. wann eine Investition getätigt wird) und solche, auf die nahezu keine Einflussmöglichkeit besteht (bspw. wann ein Fonds ausplatziert ist). Gemessen an diesen Einflussmöglichkeiten sollten die Vorschriften einen jeweils angemessenen Vertrauensmaßstab entfalten. Wir bitten daher, folgende Erwägungen unbedingt zu beachten:

i. Korrekte Umsetzung des Art. 61 Abs. 3 AIFM-Richtlinie

Die Systematik der Übergangsregeln für geschlossene Fonds nach § 321 KAGB-E und § 32 VermAnlG-E setzt ganz wesentlich an den Faktoren erstens „Ablauf der Zeichnungsfrist vor dem 22. Juli 2013“ und zweitens „tätigen zusätzlicher Anlagen nach dem 22. Juli 2013“ an, die in unterschiedlichen Kombinationen zu unterschiedlichen Rechtsfolgen führen:

	AIF ausplatziert vor dem 22. Juli	AIF am 22. Juli nicht ausplatziert	Keine Tätigkeit zusätzlicher Anlagen nach dem 22. Juli	Tätigung zusätzlicher Anlagen nach dem 22. Juli	Rechtsfolge
1	X		X		§ 321 Abs. 1 KAGB-E = Umfassender Schutz , d.h. keine AIFMD-Vorschriften oder Produktregeln
2	X			X	§ 321 Abs. 3 KAGB-E = AIFMD-1:1, d.h. AIFM-Umsetzung, aber keine Produktregeln für Publikums-AIF ⁵
3		X	X		§ 321 Abs. 4 KAGB-E = volle Anwendung des KAGB-E
4		X		X	§ 321 Abs. 4 KAGB-E = volle Anwendung des KAGB-E

Die Übersicht zeigt, dass umfassender Schutz stets nur dort entsteht, wo die Zeichnungsfrist vor dem 22. Juli 2013 abgelaufen ist. Wie eingangs erwähnt, liegt dieser Maßstab weder im Einflussbereich der Emissionshäuser noch dem des Fonds. Ferner verdienen vor allem die bereits beigetretenen Anleger Schutz. Der vom Diskussionsentwurf gewählte Vertrauensmaßstab ist daher weitreichend unbestimmbar Faktoren und insbesondere der Vertriebsleistung überlassen. Es erscheint unbefriedigend, diese Ungewissheit zum Maßstab für oder wider Schutz zu erklären.

Hierzu besteht zudem kein Anlass. Es ist rechtstechnisch nicht erkennbar, warum der Diskussionsentwurf mit dem Maßstab „Ablauf der Zeichnungsfrist“ überhaupt arbeitet. Die AIFM-Richtlinie sagt zu diesem Umstand nichts und spricht in Art. 61 Abs. 3 ganz bewusst nicht von „geschlossenen AIF“, sondern von „AIF des geschlossenen Typs“.⁶

⁵ Es gelten bei Publikums-AIF: die Einhaltung der allgemeinen Regeln des KAGB-E (§§ 1-44 KAGB-E), Einhaltung der Drittstaatenregeln (§§ 49-63 KAGB-E), Beauftragung von Verwahrstellen (§§ 76-86 KAGB-E), Einhaltung Rechnungslegungsvorschriften (§§ 144, 154-156 KAGB-E), Anzeigepflicht des Leverages gegenüber der BaFin (§§ 227 Abs. 3 KAGB-E), Einhaltung der Bewertungsvorschriften (§§ 236-239 KAGB-E), Einhaltung bestimmter Vertriebs- bzw. Veröffentlichungsvorschriften (§§ 265, 266, 269, 274 KAGB-E), die Straf-, und Bußgeldvorschriften.

⁶ Wortlaut Art. 61 Abs. 3 AIFM-Richtlinie: Sofern AIFM vor dem 22. Juli 2012 AIF des geschlossenen Typs verwalten, die nach dem 22. Juli 2013 keine zusätzlichen Anlagen tätigen, können sie jedoch weiterhin solche AIF verwalten, ohne eine Zulassung gemäß dieser Richtlinie zu haben.

Daraus ist erkennbar, dass der Europäischen Richtliniengeber die Fondsklasse anspricht und nicht zur Bedingung machen wollte, dass ein Fonds dieser Klasse bereits ausplatziert ist.

ii. Rechtsfolgen und praktische Konsequenzen beachten

Dringend zu beachten sind die rechtlichen und praktischen Konsequenzen, die eine nicht beabsichtigte, aber durch unklare Regelungen ausgelöste Anwendbarkeit des vollständigen Regelungsregimes des KAGB-E zur Folge hat. Die Verwaltungsgesellschaft eines geschlossenen Fonds, der am 22. Juli 2013 nicht ausplatziert ist, muss dafür Sorge tragen,

- dass der Fonds fortan von einer zugelassenen AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft verwaltet wird,
- der Fonds umstrukturiert wird, um den neuen Produktregeln Rechnung zu tragen,
- ein neuer Verkaufsprospekt erstellt wird, der nach den Regeln des KAGB-E zu erstellen und genehmigen ist,
- der Fonds für die Dauer von zu erwartenden mindestens 80 Arbeitstagen bis zur Vertriebsgenehmigung durch die BaFin nicht weiter vertrieben werden darf
- und der nunmehr als AIF zu betrachtende Fonds ggf. alle anderen bestehenden Fonds unter der Verwaltung der Verwaltungsgesellschaft „infiziert“, da diese nicht mehr ausschließlich Bestandsfonds verwaltet.

Gelingt nur eine der genannten Aufgaben nicht, läuft die Verwaltungsgesellschaft Gefahr, unerlaubtes Investmentgeschäft zu betreiben. Darüber hinaus beinhalten die genannten Erfordernisse einerseits für den AIF erhebliche zusätzliche einmalige und laufende Kosten, andererseits verzögert sich der Kapitalzufluss, da es angesichts des Zeitablaufs höchst unwahrscheinlich erscheint, dass am 22. Juli 2013 bereits zugelassene AIF-Verwaltungsgesellschaften und genehmigte neue Prospekte existieren können. Faktisch führt dies dazu, dass die für AIF-Verwaltungsgesellschaften vorgesehene Zeit für die Antragstellung von einem Jahr gar nicht ausgenutzt werden kann, da die am 22. Juli 2013 noch nicht vollplatzierten Fonds sonst nicht verwaltet werden können.

Sollten die Übergangsregeln wie vorliegend beibehalten werden, gehen wir zwangsläufig von Abwicklungen bestehender Fonds aus, die mit unverhältnismäßigen finanziellen Nachteilen für die Fonds und damit deren Anleger verbunden sein werden. Ursache dafür wäre allein die mangelnde Klarheit und Rechtssicherheit aus der gesetzgeberischen Umsetzung einer EU-Bestandsschutzregelung.

iii. Klarstellung im Vermögensanlagegesetz

Weiterhin besteht Bedarf zur Klarstellung bei den Übergangsvorschriften im Vermögensanlagegesetz-E. Wir erachten Teile der Regeln als inhaltlich und technisch fehlerhaft:

Zunächst gehen wir davon aus, dass § 32 Abs. 7 S. 2 VermAnlG-E auf § 321 Abs. 3 KAGB-E verweist, anstatt wie angegeben auf den nicht vorhandenen § 320 Abs. 3 KAGB-E.

Ferner gehen wir davon aus, dass die Begründung zu § 32 Abs. 7 VermAnlG-E (Seite 523 letzter Absatz) auf § 321 Abs. 3 KAGB-E verweisen möchte, statt wie dort angegeben auf § 321 Abs. 4 KAGB-E.

Neben diesen technischen Anmerkungen erachten wir die Regelung des § 32 Abs. 8 VermAnlG-E als unklar. Nach der Begründung wird eine Regel für Fälle geschaffen, in denen Vermögensanlagen bereits gezeichnet, aber deren Verkaufsprospekte noch nicht gebilligt wurden, weil die Zeichnung nicht im Rahmen eines öffentlichen Angebots erfolgte. Es sollte konkretisiert werden, was damit gemeint ist. Es ist unklar, ob der Diskussionsentwurf damit Fälle erfassen will, bei denen ursprüngliche Private Placements später zu prospektpflichtigen Vermögensanlagen werden. Oder ob der Fall gemeint ist, dass an dem Fonds im genannten Zeitpunkt zunächst nur die Gründungskommanditisten beteiligt sind, zumal nach § 311 KAGB-E der Fonds auch dann bereits als „aufgelegt“ gilt?

iv. Empfehlung: Anknüpfen an Billigung des Verkaufsprospektes

Der Diskussionsentwurf sollte nicht an der Zeichnungsfrist ansetzen, sondern allein am Zeitpunkt der Gestattung des öffentlichen Angebots oder Billigung des Verkaufsprospektes. Fonds, deren Prospekte die BaFin geprüft und dessen Veröffentlichung die BaFin gestattet oder gebilligt hat, sollten umfassenden Vertrauensschutz genießen.

Nur bei Fonds, die keinen Verkaufsprospekt brauchen (bspw. Private-Placements) könnte hilfsweise auf die Zeichnungsfrist abgestellt werden. Daher schlagen wir vor:

§ 321 KAGB-E wird wie folgt geändert:

„§ 321

Besondere Übergangsvorschriften für AIF-
Verwaltungsgesellschaften, die geschlossene AIF verwalten und
für geschlossene AIF

(1) Sofern AIF-Verwaltungsgesellschaften ausschließlich geschlossene ~~inländische~~⁷ AIF verwalten, ~~deren Zeichnungsfrist vor dem 22. Juli 2013 abgelaufen ist und~~ die nach dem 22. Juli 2013 keine zusätzlichen Anlagen tätigen, können sie diese weiterhin verwalten, ohne eine Erlaubnis oder Registrierung gemäß diesem Gesetz oder nach der Richtlinie 2011/61/EU zu benötigen.

(2) Sofern AIF-Verwaltungsgesellschaften ausschließlich geschlossene ~~inländische~~⁸ AIF verwalten, deren Zeichnungsfrist für Anleger vor Inkrafttreten der Richtlinie 2011/61/EU ablief und die für einen Zeitraum aufgelegt wurden, der spätestens drei Jahre nach dem 22. Juli 2013 abläuft, können sie weiterhin solche AIF verwalten, ohne – mit Ausnahme von §§ 63, 144 oder 154 und gegebenenfalls der §§ 256 bis 261 – die Vorschriften dieses Gesetzes einhalten oder eine Erlaubnis gemäß diesem Gesetz beantragen zu müssen.

(3) Für AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften, die geschlossene ~~inländische~~⁹ AIF verwalten, deren Verkaufsprospekt vor dem 22. Juli zur Veröffentlichung gestattet oder insgesamt gebilligt wurde oder, soweit keine Billigung bzw. Gestattung gesetzlich vorgeschrieben ist, die Zeichnungsfrist vor dem 22. Juli 2013 abgelaufen ist und die nach dem 22. Juli 2013 Anlagen tätigen, gelten ab Erteilung der Erlaubnis gemäß § 22 für die Verwaltung dieser geschlossenen inländischen AIF nur §§ 1 bis 44, §§ 49 bis 63, §§ 76 bis 86, §§ 144, 154 bis 156 entsprechend, 227 Absatz 3, 236 bis 239, 241, 254 bis 261, 265, 266, 269 und 274 sowie Kapitel 7. Satz 1 findet auf die Verwaltung von inländischen geschlossenen Spezial-AIF, deren Zeichnungsfrist vor dem 22. Juli 2013 abgelaufen ist und die nach dem 22. Juli 2013 Anlagen tätigen, durch EU-AIF-Verwaltungsgesellschaften entsprechend Anwendung.

[...]“

c. Korrekte Umsetzung des Bestandschutzes aus der AIFM-Richtlinie

§ 321 Abs. 1 KAGB-E bestimmt, dass nur inländische AIF von den Bestandsschutzregeln aus Art. 61 Abs. 3 AIFM-Richtlinie erfasst sein sollen. **Wie bereits im zuvor genannten Änderungsvorschlag sollte dies gestrichen werden.**

⁷ Hierzu noch sogleich unter III. 5. c.

⁸ Hierzu noch sogleich unter III. 5. c.

⁹ Hierzu noch sogleich unter III. 5. c.

Eine solche Regelung stellt diejenigen Mitgliedsunternehmen vor große Unsicherheiten, die Fonds im Ausland (ggf. auch außerhalb der EU) verwalten. Zu nennen sind hier insbesondere bestehende Fonds, die als US Limited Partnerships aufgelegt wurden und in den USA verwaltet werden. Es ist unklar, ob für diese von vornherein keine der Regelungen des KAGB-E Anwendung findet, weil sie als Verwaltungsgesellschaften von Altfonds bereits keine Zulassung nach § 52 Abs. 2 KAGB-E benötigen und daher auch keinen Schutz durch eine Übergangsvorschrift benötigen. Darüber hinaus sind aber Fonds im Geltungsbereich der EU-Richtlinie betroffen, bspw. britische Zweitmarktlebensversicherungsfonds.

Jedenfalls bedarf es einer Klarstellung, dass mit § 321 Abs. 1 KAGB-E alle geschlossenen AIF und nicht nur die inländischen erfasst sind, so wie es die Richtlinie auch klar zum Ausdruck bringt.

Entsprechendes gilt für § 321 Abs. 2 und 3 KAGB-E.

d. Interpretationsspielräume der Richtlinie auf Gesetzesebene ausräumen

Art. 61 Abs. 3 AIFM-Richtlinie lässt zum Teil unterschiedliche Lesarten zu, die den eigentlichen Sinn (umfangreicher Schutz aller bestehenden Fonds, die die Kosten einer AIFM-Regulierung nicht haben einkalkulieren können) konterkarieren könnten. Wir halten eine weitere Konkretisierung auf Gesetzesebene für angebracht. Da es sich um Fristen- und damit Vertrauensschutzregelungen handelt, kann nur schwerlich auf eine Klärung durch die Verwaltungspraxis verwiesen werden. Rechtlich halten wir es ferner für durchaus möglich, die Vorgaben der AIFM-Richtlinie hier weiter zu konkretisieren, ohne den Ansatz der Vollharmonisierung zu durchbrechen – schließlich handelt es sich nicht um eine EU-Verordnung.

i. Ausschließliche Verwaltung von Bestandsfonds (§ 321 Abs. 1 KAGB-E)

Das KAGB-E klärt nicht, welche konzernrechtliche Gestaltung von den Emissionshäusern vorgenommen werden müsste, um für die Verwaltung der Altfonds keine Zulassungsanforderungen auszulösen. Zumindest die Begründung sollte hier klarstellen, dass die Strukturierung des Konzerns in verschiedene Schwestergesellschaften ausreicht, um den Bestand vom Neugeschäft abzugrenzen.

Ferner sollte geklärt werden, was bei gesellschaftsrechtlichen Entscheidungen eines Bestandsfonds passiert, die diesen aus dem Bestandsschutz herausfallen lassen. Hier besteht die Gefahr, dass durch strukturelle Entscheidungen in einem Bestandsfonds

(die beispielsweise die selbstbestimmte Gesellschafterentscheidung zur Tätigung einer „zusatztliche Anlage“) bedeuten könnte, dass sich auch alle übrigen Bestandsfonds desselben Verwalters den Regelungen des KAGB-E unterwerfen müssten – nur weil sie mehr oder minder zufällig von demselben „Verwalter“ administriert werden. In diesem Fall benötigen sowohl der Verwalter als auch die Anleger der anderen verwalteten Bestandsfonds ausreichend Schutz.

ii. Tätigen zusatztlicher Anlagen (§ 321 Abs. 1 KAGB-E)

Auch der Diskussionsentwurf gibt keinerlei Aufschluss darüber, was unter dem „tätigen zusatztlicher Anlagen“ in § 321 Abs. 1 KAGB-E zu verstehen ist. Wir schlagen die Präzisierung vor, dass unter „zusatztlichen Anlagen“ nur die in den Verkaufsunterlagen beschriebenen planmäßigen Erstinvestitionen zu verstehen sind. Zumindest in der Begründung sollte klargestellt werden, dass hiermit bestimmte Aktivitäten nicht gemeint sind. Unklar sind folgende Situationen:

– Investition in bestehende Anlage

Bei Immobilien ist es nicht unüblich, im Rahmen einer Neuvermietung entsprechende Renovierungs-, Umbau und Modernisierungsmaßnahmen durchzuführen, auch um die Immobilie wieder zu besseren Konditionen vermieten zu können. Es sollte klargestellt werden, dass es sich bei Investitionen in den gleichen ursprünglich erworbenen Vermögensgegenstand nicht um eine zusatztliche Anlage im Sinne von § 321 Abs. 1 KAGB-E handelt.

– Sanierungskapital

Es ist zwingend erforderlich, dass Kapitalerhöhungen im Rahmen einer Sanierungsmaßnahme nicht zur Anwendbarkeit der des AIFM-Regimes führen. Eine solche Situation würde notleidenden Fonds zwangsläufig vor ihre Abwicklung stellen. Es sollte klargestellt werden, dass Kapitalerhöhungen und die bereits oben genannten Investitionen in die ursprüngliche Vermögensanlage nicht den dringend notwendigen Bestandsschutz aushebeln.

– Private-Equity

Es sollte klargestellt werden, dass es zum Tätigen einer Anlage auf die Abgabe der rechtlichen Verpflichtung ankommt, nicht aber auf deren Erfüllung. Dies gilt insbesondere bei Private-Equity-Fonds, bei denen der Fonds bereits sein Commitment abgegeben hat, aber noch nicht alle Finanzabrufe erfolgt sind. Da hier auf Ebene des Fonds keine Entscheidungen mehr getroffen werden, sondern lediglich rechtliche Verpflichtungen nach und nach erfüllt werden, sollten diese Fonds vom Bestandsschutz erfasst sein.

– Dachfonds

Es sollte klargestellt werden, dass bei doppelstöckigen Strukturen nur der Dachfonds betrachtet wird und nicht der Zielfonds. Soweit Dachfonds keine Einflussmöglichkeit darauf haben, ob ein Zielfonds zusätzliche Anlagen tätigt, würde eine weitere Anlage auf Zielfonds-Ebene die Anwendung des KAGB nach sich ziehen. Eine Durchschau sollte nicht stattfinden.

e. Zusammenspiel § 321 Abs. 1 KAGB-E und § 321 Abs. 2 KAGB-E klären

Bereits die AIFM-Richtlinie sieht unterschiedliche Übergangsregelungen für klassische geschlossene Fonds (für die Art. 61 Abs. 3 AIFM-Richtlinie gilt) und für geschlossene Private-Equity-Fonds (für die Art. 61 Abs. 4 AIFM-Richtlinie gilt) vor. Nach der Entstehungsgeschichte und ihrem Sinn und Zweck sind beide Regeln so zu verstehen, dass die Fonds und ihre Manager unter den genannten Voraussetzungen von den Regelungen der Richtlinie ausgenommen sind. Da allerdings unterschiedliche Formulierungen genutzt wurden, könnte eine rein semantische Auslegung dieser Stellen zu unterschiedlichen Betrachtungen führen. Dies sollte in der nationalen Umsetzung (zumindest in der Begründung) klargestellt werden.

Konkret entsteht die unterschiedliche Lesart anhand der unterschiedlichen Formulierungen wie folgt: Nach Art. 61 Abs. 3 AIFM-Richtlinie (weitgehend umgesetzt in § 321 Abs. 1 KAGB-E) sind die Verwalter unter bestimmten Voraussetzungen von der Zulassungspflicht befreit. Nach Art. 61 Abs. 4 AIFM-Richtlinie (weitgehend umgesetzt in § 321 Abs. 2 KAGB-E) sind Verwalter von der Zulassungspflicht und den Vorschriften der Richtlinie (des Gesetzes) befreit. Ferner verunsichert, dass der Diskussionsentwurf die Vorschriften zudem noch weiter voneinander abweichen lässt, als dies die Richtlinie bereits vorsah. In § 321 Abs. 1 KAGB-E wurde im Diskussionsentwurf nun noch die „Registrierung“ aufgenommen, nicht aber in § 321 Abs. 2 KAGB-E.

Um Fehlinterpretationen vorzubeugen, regen wir auch an dieser Stelle erneut an, im Rahmen der Umsetzung einen gleichlautenden Wortlaut zu wählen, der Unterschiede (auch in der Formulierung) nur dort setzt, wo diese gewollt sind. Zumindest die Begründung sollte klarstellen, dass die Tatbestände voneinander abweichen, weniger allerdings die Rechtsfolgenseiten der Vorschriften.

f. Reibungslose Übergänge fördern

Nachhaltig am Markt tätige Unternehmen wollen auch unter dem künftigen Regelwerk ihr Geschäft weiter betreiben. Die Übergangsvorschriften des Diskussionsentwurfs lassen erwarten, dass sich die Unternehmen, während sie auf die Zulassung warten,

auf mehrere Monate ohne Neugeschäft einstellen müssen. Gepaart mit den o.g. Unsicherheiten zu den aktuellen Konzeptionen ist ein derartiges Einfrieren der Tätigkeiten unhaltbar und wirtschaftlich vielfach schwerlich zu verkraften.

Wir bitten das BMF mit Nachdruck, sich für ein möglichst schnelles und reibungsloses Antrags- und Zulassungsverfahren bei der BaFin einzusetzen. In Anbetracht der Vielzahl der Anträge, die die BaFin erreichen werden, gehen wir aktuell davon aus, dass für die Zulassung als Kapitalverwaltungsgesellschaft die vollen sechs Monate in Anspruch genommen werden und ferner für die Vertriebsgenehmigung die möglichen 80 Arbeitstage benötigt werden. Zu den gesetzlich verankerten Fristen kommt die rein tatsächliche Zeit, die die Neukonzeption braucht. Rechnet man hier nach der Zulassung mit mindestens weiteren vier Monaten erscheint eine Anzahl von mindestens 14 Monaten Stillstand als nicht ausgeschlossen. Dies stellt die Mehrzahl der Unternehmen vor massive Herausforderungen. Das BMF sollte daher die Übergangsregeln zweckmäßig gestalten und das Handeln der BaFin an möglichst kurze Fristen binden.

Vor diesem Hintergrund regen wir an, das strenge Verbot aus § 311 Abs. 3 KAGB-E für die Auflage von neuen AIF zu überdenken. Ferner sollte es den Unternehmen möglich sein, bereits vor Inkrafttreten des Gesetzes bzw. vor dem 22. Juli 2013 Zulassungsanträge bei der BaFin zu stellen.

6. Gesellschaftsrechtliche Verankerung von Investmentkommanditgesellschaften

Geschlossene Investmentkommanditgesellschaften sind nach dem Diskussionsentwurf Kommanditgesellschaften i.S.d. Handelsgesetzbuchs (§ 145 KAGB-E). Die aufsichtsrechtlichen Vorgaben des KAGB-E sollten die handelsrechtlichen Rechte und Pflichten der Gesellschaft und der Gesellschafter beachten und ihnen letztlich auch den Vorrang lassen. Anleger sollten als Gesellschafter eines geschlossenen AIF über die Angelegenheiten des geschlossenen AIFs mit (bei Strukturmaßnahmen qualifizierter) Mehrheit selbst entscheiden können. Ihre Entscheidung sollte zumindest grundsätzlich Vorrang gegenüber aufsichtsrechtlichen Vorgaben zur Gestaltung des Produkts haben. In gleichem Maße ist eine Zustimmung der Verwahrstelle bei solchen Maßnahmen, die vom Gesellschafterkreis legitimiert sind, entbehrlich.

Die gesellschaftsrechtliche Organisation von geschlossenen Fonds unterscheidet sich fundamental von offenen Fonds. Der klassische geschlossene Fonds wird, was die wesentlichen Entscheidungen über die Laufzeit des Produkts anbelangt, weitgehend selbstbestimmt durch die Anleger gesteuert. Eine diskretionäre Portfolioverwaltung durch den Fondsmanager bzw. die Verwaltungsgesellschaft ist – bezogen auf die

wesentlichen Entscheidungen der Gesellschaft – die (seltene) Ausnahme und gerade nicht die Regel. Die Rolle des Fondsmanagers ist meist auf das Tagesgeschäft bzw. die laufende Verwaltung beschränkt. Alle wichtigen Entscheidungen treffen die Anleger selbst.

Die vorgeschlagenen Regeln des KAGB-E führen an unterschiedlichen Stellen zu vermeidbaren Spannungen zwischen der gesellschaftsrechtlichen und der aufsichtsrechtlichen Governance der Produkte. Hierzu folgende Beispiele: Im KAGB-E wird derzeit in § 80 (Zustimmungspflichtige Geschäfte) für Publikums-AIF geregelt, dass die Verfügung über zum geschlossenen AIF gehörende Vermögensgegenstände der Zustimmung der Verwahrstelle bedarf. Diese Regelung entspricht der Vorgehensweise in der Welt der (ehemaligen) offenen Immobilienfonds. In der Welt der geschlossenen Fonds entscheiden jedoch nicht die Verwaltungsgesellschaft, sondern die Anleger im Rahmen von Gesellschafterbeschlüssen über wesentliche Strukturmaßnahmen wie etwa die Verfügung über die Vermögensgegenstände des geschlossenen Fonds oder auch die Aufnahme von Krediten. Hier könnte es zu Kollisionen kommen, wenn die Anleger zum Beispiel mit einer qualifizierenden Mehrheit einen Verkauf entscheiden, die Verwahrstelle diesem Verkauf jedoch nicht zustimmt. Kollisionsfälle können sich des Weiteren ergeben, wenn die Anleger mit Mehrheitsentscheid von Produktregulierungsmerkmalen abweichen wollen oder aufgrund schlechter wirtschaftlicher Entwicklung müssen (z.B. Aufnahme eines zusätzlichen Kredits, der zu einer Fremdkapitalquote von 50 Prozent führt, oder vorübergehende Thesaurierung der Auszahlungen zur Überwindung eines Liquiditätsengpasses usw.).

Vor diesem Hintergrund sollte ein regulatorischer Ansatz eher die eigenständige und selbstbestimmte Wahrnehmung der Rechte durch den informierten Anleger in seiner Rolle als Gesellschafter stärken. Wir schlagen daher vor, einen Katalog von Geschäften zu schaffen, die nach der Satzung / dem Gesellschaftsvertrag zwingend der vorherigen Zustimmung der Anleger bedürfen. Regelmäßig wären hier zu nennen: Veräußerung von Beteiligungen oder wesentlichen Teilen des Vermögens, die Aufnahme von Krediten, Umstrukturierungen der Fondsgesellschaft, Auflösung usw. Bei Treuhandmodellen sollte freilich die Wahrnehmung von Stimmrechten durch den Treuhänder nur insoweit zulässig sein, als der dahinter stehende Anleger entsprechende Weisungen erteilt hat. Die Ausübung von Stimmrechten für „schweigende Anleger“ sollte nicht statthaft sein.

Eine gesetzliche Stärkung der Gesellschafterrechte erschiene zugleich als Korrektiv zum sonstigen Entscheidungsfreiraum des Managers bzw. der Verwaltungsgesellschaft. Um diesem Ansatz die Ernsthaftigkeit und auch die Schlagkraft zu verleihen, der es bedarf, um die Gesellschafterrechte zu sichern, müssten unseres Erachtens

die heute noch sehr individuellen Gesellschaftsverträge / Satzungen einem Mindeststandard entsprechen. Es sollten mit der BaFin abgestimmte Musterformulierungen für Gesellschafts- und Treuhandverträge etabliert werden, die das Bestehen der wichtigsten Gesellschafterrechte des Anlegers auf Ebene des AIF sicherstellen. Als Verband bieten wir an, gemeinsam mit der Aufsicht solche Mindeststandards zu erarbeiten.

Aus diesem Grund halten wir einen grundsätzlichen Vorrang selbstbestimmter gesellschaftsrechtlicher Entscheidungen vor dem Eingreifen der aufsichtsrechtlichen Eckpunkte der Produktregulierung für erforderlich.

7. Anlagebedingungen

Der Diskussionsentwurf sieht bei Publikums-AIF gemäß §§ 230, 231 KAGB-E die Einführung und Genehmigung von Anlagebedingungen vor, nach denen sich das Vertragsverhältnis zwischen Kapitalverwaltungsgesellschaft und den Anlegern bestimmen soll. Die Anlagebedingungen haben bestimmte Angaben und Vorgaben zu enthalten: z.B. Angaben zu Rücknahmemöglichkeiten, zur Ausschüttung und Wiederranlage der erwirtschafteten Erträge, zur Ausübung der Berichtspflichten, zu Kosten und Vergütungen und deren Berechnung u.a. Für die Genehmigung der Anlagebedingungen ist eine Prüfungsfrist von vier Wochen vorgesehen, § 231 Abs. 2 KAGB-E. Eine Änderung bestimmter Anlagebedingungen ist gemäß Abs. 3 nur mit Zustimmung aller betroffenen Anleger unter Einhaltung eines Zeitraums von drei Monaten für die Entscheidungsfindung möglich.

a. Kollision von Anlagebedingungen mit Gesellschaftsrecht

Die Anlagebedingungen führen zu einem Vertragsverhältnis neben dem gesellschaftsrechtlichen Vertragsverhältnis. Dies ist dem heutigen System der geschlossenen Fonds fremd. Heute ist die rechtliche Struktur durch das Gesellschaftsrecht geprägt. Es ist ausdrücklicher Wille des Diskussionsentwurf dies auch weiterhin zu erhalten (vgl. § 145 Abs. 1 KAGB-E). Insofern bleiben die Gesellschaftereigenschaft und die Anwendbarkeit des KG-Rechts grundsätzlich erhalten. Wir halten das Verhältnis zwischen den Anlagebedingungen einerseits und den gesellschaftsrechtlichen Regelungen andererseits für nicht ausgereift und regen an, die Erforderlichkeit von Anlagebedingungen für geschlossene Publikums-Investmentkommanditgesellschaft noch einmal zu überdenken.

Eine Einführung von Anlagebedingungen neben dem Gesellschaftsvertrag einerseits und dem Verwaltungsvertrag mit der Kapitalverwaltungsgesellschaft andererseits halten wir für nicht erforderlich. Aus den Vorgaben der AIFM-Richtlinie können wir ein

solches Erfordernis nicht ablesen, diese spricht an verschiedenen Stellen von „Vertragsbedingungen oder der Satzung des AIF“. Unter diese lassen sich unseres Erachtens aber die bereits vorhandenen Verträge fassen, die die erforderlichen Angaben und Vorgaben wie z.B. zur Ausgabe und Rückgabemöglichkeiten, Berichtspflichten etc. bereits enthalten. Eine „doppelte“ Regelung dieser Sachverhalte zum einen im Aufsichtsrecht zum anderen in Gesellschaftsrecht erscheint uns überflüssig und würde zu den oben beschriebenen Reibungen führen.

b. Stärkung der Gesellschafterrechte

Um das ungeklärte Spannungsverhältnis zwischen Gesellschaftsvertrag und Anlagebedingungen zumindest ansatzweise zu verringern empfehlen wir Folgendes:

Anstelle von Anlagebedingungen sollte ein Katalog von Geschäften geschaffen werden, die nach der Satzung bzw. dem Gesellschaftsvertrag zwingend der vorherigen Zustimmung der Anleger bedürfen. Regelmäßig wären hier zu nennen: Veräußerung von Beteiligungen oder wesentlichen Teilen des Vermögens, die Aufnahme von Krediten, Umstrukturierungen der Fondsgesellschaft, Auflösung usw. Bei Treuhandmodellen sollte freilich die Wahrnehmung von Stimmrechten durch den Treuhänder nur insoweit zulässig sein, als der dahinter stehende Anleger entsprechende Weisungen erteilt hat. Die Ausübung von Stimmrechten für „schweigende Anleger“ sollte nicht statthaft sein. So würden die Rechte der Anleger in dem einzig maßgeblichen Rechtsverhältnis gestärkt, namentlich dem Gesellschaftsvertrag zur geschlossenen Investmentkommanditgesellschaft. **Auf ein zweites, teilweise kollidierendes Rechtsverhältnis zur Kapitalverwaltungsgesellschaft in Form der Anlagebedingungen könnte sodann verzichtet werden.**

c. Einstimmige Änderungen der Anlagebedingungen

Soweit an den Anlagebedingungen jedoch festgehalten wird, bedarf es dringender Anpassungen. Der Katalog der einzelnen Angaben und Vorgaben bedarf noch eingehender Prüfung, die angesichts der Kürze der Zeit für die Stellungnahme und des Umfangs der aus unserer Sicht kritischen Punkte in dem Entwurf noch nicht abgeschlossen werden konnte. Eine weitergehende Stellungnahme behalten wir uns daher vor.

Untragbar erscheint bereits jetzt das Erfordernis einer einstimmigen Zustimmung für die Änderung bestimmter Anlagebedingungen. In der Praxis wird nie eine einstimmige Entscheidung herbeigeführt werden können, mithin die Anlagebedingungen niemals verändert werden können. Dies führt u.U. dazu, dass eine geschlossene Investmentkommanditgesellschaft nicht flexibel genug auf Krisensituationen reagieren kann und

somit Rettungsmöglichkeiten für in Schieflage geratene Gesellschaften abgeschnitten werden. Bei den in § 231 Abs. 3 betroffenen Anlagebedingungen dürfte es sich regelmäßig um Themen handeln, die in den Schutz des Kernbereichs der Mitgliedschaft fallen und damit eines qualifizierten Mehrheitsbeschlusses der Gesellschafter bedürfen. **Ein qualifizierter Mehrheitsbeschluss ist unseres Erachtens ausreichend, um auf den Interessen der Anleger gerecht zu werden. Dies erlaubt eine adäquate Beteiligung der Anleger und hält den Fonds handlungsfähig.**

d. Thesaurierungsverbot

Ein weiteres Problem sehen wir in dem in § 230 Abs. 2 Nr. 2 KAGB-E geregelten Thesaurierungsverbot. Zum einen passt die Begrifflichkeit des „Ertrags“, die aus § 78 InvG übernommen wird, nicht, richtigerweise wäre auf das Ergebnis abzustellen. Vor allem aber sollte es für den AIF möglich bleiben, Liquidität vorzubehalten. Zum einen sind Fälle denkbar, in denen die Kapitalverwaltungsgesellschaft dazu verpflichtet sein kann. Zum anderen zeigt die Erfahrung, dass es Fälle gibt, in denen die Thesaurierung schon aus kaufmännischer Vorsicht angezeigt ist, bspw. bei einer absehbaren Verschlechterung der Einnahmesituation. Ferner entspricht die Thesaurierung oftmals dem ausdrücklichen Wunsch des Anlegers, keine Auszahlung von Kleinbeträgen zu wollen, sondern die Erträge in den langfristigen Vermögensaufbau zu verwenden. **Wir empfehlen daher § 230 Abs. 2 Nr. 2 KAGB-E zu streichen.**

e. Genehmigungsfrist

Ein weiterer kritischer Punkt ist, dass die Genehmigung innerhalb einer Frist von vier Wochen zu erteilen ist. Diese Frist ist zu lang und führt im Zusammenspiel mit den Fristen des § 282 KAGB-E zu für AIF mit vorfinanzierten Vermögenswerten zu hohen Kosten.

8. Vertrieb / Anzeigepflicht (§§ 262, 282 KAGB-E)

Der AIFM hat nach dem Entwurf künftig gegenüber der BaFin anzuzeigen, wenn er Anteile von einem von ihm verwalteten inländischen Publikumsfonds vertreiben will. Das Anzeigeschreiben muss bestimmte Angaben und Unterlagen wie z.B. einen Geschäftsplan für den Publikums-AIF, die Anlagebedingungen, Angaben zur Verwahrstelle und den Vorkehrungen für den Vertrieb, den Verkaufsprospekt und die wesentlichen Anlegerinformationen (wAI) sowie alle weiteren für den Anleger verfügbaren Informationen über den angezeigten AIF enthalten.

In § 282 KAGB-E werden die Fristen für die BaFin-Prüfung geregelt. Die Frist für die Vollständigkeitsprüfung nach § 282 Abs. 3 KAGB-E allein beträgt bereits 40 Arbeitstage. Sollte die BaFin zum Schluss kommen, dass Angaben oder Unterlagen fehlen, fordert sie diese per Ergänzungsanzeige an. Die Ergänzungsanzeige setzt erneut die 40-Tage-Frist für eine weitere Vollständigkeitsprüfung in Gang. Für die materielle Prüfung soll die BaFin ebenfalls eine Frist von 40 Arbeitstagen erhalten. Dies würde zu dem nicht hinnehmbaren Ergebnis führen, dass ein Vertriebsstart – selbst dann, wenn alle Angaben und Unterlagen von vornherein vollständig vorgelegt werden – bis zu 80 Arbeitstage dauern könnte.

Für die Spezial-AIF ist gemäß § 287 KAGB-E dagegen eine Frist von 40 Tagen vorgesehen. Derzeit gilt nach § 8 VermAnlG eine Frist von 20 Werktagen für die Billigung des Prospektes, soweit der Prospekt vollständig ist und alle erforderlichen Informationen vorliegen. Zu beachten ist in diesem Zusammenhang, dass die Verwendung des Begriffs „Arbeitstage“ anstatt „Werktage“ die Dauer der Prüfung nochmal verlängert. Denn Arbeitstage sind nur die Tage von Montag bis Freitag. Bei Werktagen werden nach der juristischen Definition alle Tage erfasst, soweit sie nicht Sonn- oder Feiertage sind, also auch der Samstag.

Eine derartige massive Steigerung der Zeitspanne, die die Unternehmen einzuplanen hätten, erschwert nicht nur unangemessen die Planungssicherheit für die Anbieter und Vertriebe. Für die geschlossenen Fonds kommt darüber hinaus noch der Umstand zum Tragen, dass die Vermögensgegenstände regelmäßig schon vor dem Beginn des Vertriebes für die Fondsgesellschaft erworben werden und der Erwerb zwischenfinanziert wird. Jeder Tag, der den Vertriebsstart verzögert, löst damit weitere Kosten aus. Die Vorlaufzeiten für die Vorbereitung und Auflage von Fondsprodukten wird durch die neuen Regelungen ohnehin bereits deutlich länger. Eine Verlängerung der Prüffrist auf selbst im günstigsten Fall 80 Arbeitstage würde die Kosten enorm in die Höhe treiben und sich nachteilig auf die Ertragslage des AIF und damit zum Nachteil der Anleger auswirken. Die Fristen sind daher dringend zu verkürzen. Dies lässt sich unter folgenden Gesichtspunkten auch vertreten:

Die Prüfungsfrist für die Billigung der Prospekte beträgt derzeit 20 Werktage. Die Gesetzesbegründung nennt keine Umstände, die darauf schließen lassen, dass die Prospektprüfung künftig mehr Zeit in Anspruch nehmen wird. Die Fristen werden dagegen so begründet, dass die Verwahrstelle und die Anlagebedingungen einer Genehmigung bedürfen und die Prüfung der Verkaufsprospekte und wAI erst sinnvoll sei, wenn diese Prüfung abgeschlossen ist.

Eine Verschlinkung des Prüfungsaufwandes wäre zudem zu erreichen, soweit nur der Gesellschaftsvertrag, der Teil des Verkaufsprospektes ist, zu prüfen wäre, ohne dass darüber hinaus noch Anlagebedingungen zu genehmigen wären.

Doch selbst wenn die Einführung von Anlagebedingungen neben dem Gesellschaftsvertrag (ebenfalls bereits Bestandteil des Verkaufsprospektes) und des Verwaltungsvertrages mit der Kapitalverwaltungsgesellschaft beibehalten bleiben soll, sehen wir auch an dieser Stelle keine Notwendigkeit für eine derartige Ausweitung der Frist. Wir gehen davon aus, dass sich für die Anlagebedingungen Standards herausbilden werden, die eine Prüfung erleichtern und den Aufwand begrenzen werden. Der Verband ist gerne bereit, mit der BaFin entsprechende Standards zu erarbeiten. Die in § 231 KAGB-E vorgesehene 4-Wochen-Frist für die Genehmigung der Anlagebedingungen ist entsprechend zu kürzen.

Auch im Hinblick auf die Verwahrstellen halten wir kürzere Fristen für angezeigt und möglich. Die Mitglieder des Verbandes befinden sich bereits mit Gespräch mit verschiedenen Unternehmen, die angezeigt haben, zukünftig das Verwahrstellengeschäft betreiben zu wollen. Wir gehen daher davon aus, dass die Kapitalverwaltungsgesellschaften zukünftig mit bekannten und genehmigten Verwahrstellen zusammenarbeiten werden, so dass – abgesehen von einer ersten Anlaufphase – der Umfang der Prüfung ein geringerer sein sollte, da die Genehmigung der Verwahrstelle bereits vorliegen wird.

Auch die weiteren Angaben und Unterlagen, die künftig der Prüfung unterliegen sollen, machen unseres Erachtens keine derartige Ausweitung der Fristen erforderlich. Die Angaben zum Geschäftsplan des Fonds in Form einer Darstellung der Wirtschaftlichkeitsberechnung für die prognostizierte Laufzeit der Fondsgesellschaft finden sich bereits nach bisheriger Rechtslage in den Verkaufsprospekten und sind Teil der Billigungsprüfung der BaFin. Ein Mehraufwand ist hier nicht zu befürchten.

Die Prüf- und Genehmigungspflicht der BaFin sollte zudem keine Unterlagen umfassen, die üblicherweise flankierend zum Prospekt und der gesetzlich vorgeschriebenen Verbraucherinformation (jetzt VIB, künftig wAI) im Vertrieb eingesetzt werden. Die Werbematerialien müssen künftig gem. § 268 KAGB-E den bekannten Grundsätzen aus § 31 WpHG entsprechen. Sie müssen auch konsistent zu den Angaben im Verkaufsprospekt, in den Anlagebedingungen und zu den wesentlichen Anlegerinformationen sein. Eine Vorab-Überprüfung aller Werbeunterlagen durch die Aufsicht ist unüblich und derzeit für keine anderen Anlageprodukte vorgesehen.

Wir halten die im WpHG geregelten Aufsichtsmöglichkeiten und -verfahren bezüglich der Werbe- und Informationsmaterialien für ausreichend und regen an, die Nr. 5 in § 282 Abs. 1 KAGB-E zu streichen:

„§ 282

Anzeigepflicht einer AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft beim beabsichtigten Vertrieb von inländischen Publikums-AIF im Inland

„...“

~~5. alle weiteren für den Anleger verfügbaren Informationen über den angezeigten AIF;~~

~~6-5.~~ falls es sich bei dem angezeigten AIF um einen Feederfonds handelt, einen Verweis auf die von der Bundesanstalt genehmigten Anlagebedingungen des Masterfonds, einen Verweis auf die von der Bundesanstalt gemäß § 83 in Verbindung mit § 65 genehmigte Verwahrstelle des Masterfonds, den Verkaufsprospekt und die wesentlichen Anlegerinformationen des Masterfonds sowie die Angabe, ob der Masterfonds im Geltungsbereich dieses Gesetzes an Privatanleger vertrieben werden darf;

~~7-6.~~ Angaben zu den Vorkehrungen für den Vertrieb des angezeigten AIF.“

Zudem wird uns aus der Formulierung zur materiellen Prüfung der BaFin in § 282 Abs. 3 Satz 2 KAGB-E nicht klar, in welchem Umfang diese Prüfung erfolgen soll. Danach hat die BaFin die eingereichten Unterlagen und Angaben daraufhin zu prüfen, ob diese gegen das KAGB verstoßen. Ist damit eine vollumfängliche inhaltliche Prüfung gemeint (auch die Einhaltung der Grundsätze nach § 268 KAGB-E für Werbung)? Hat die Prüfung einen vergleichbaren Umfang der geltenden Billigungsprüfung? Ist darunter eine formale Prüfung in Anlehnung an die alten Regelungen zur Gestattung des öffentlichen Angebots nach § 8i Verkaufsprospektgesetz gemeint? Hier bedarf es dringend einer Klarstellung im Gesetz.

9. Prospektierung

Regelungen zur Erstellung und den Mindestangaben für die Verkaufsprospekte geschlossener Publikums-AIF finden sich in den §§ 232, 233 KAGB-E. Die Kapitalverwaltungsgesellschaft ist nach § 232 Abs. 1 KAGB-E die Verantwortliche für die Erstellung der Verkaufsprospekte. Bezüglich der geforderten Mindestangaben verweist § 233

Abs. 1 in großen Teilen auf die in §§ 161 und 162 KAGB-E geregelten Mindestangaben für offene Publikums-AIF und fordert in Abs. 2 und Abs. 3 weitere zusätzliche Angaben.

Der Katalog der Mindestangaben bedarf noch eingehender Prüfung auf seine Auswirkungen, die angesichts der Kürze der Zeit für die Stellungnahme und des Umfangs der aus unserer Sicht kritischen Punkte in dem Entwurf noch nicht abgeschlossen werden konnte. Wir befürchten, dass die Übertragung der Begrifflichkeiten aus dem Investmentgesetz und die damit abgebildeten Prozesse nicht 1:1 realisierbar ist. Wir behalten uns insoweit vor, zu einem späteren Zeitpunkt noch ausführlich zu diesem Thema Stellung zu nehmen.

Wir möchten aber schon jetzt anmerken, dass durch die Aufnahme von neuen Regelungen, die nicht bei den derzeitigen Regelungen aus dem VermAnlG und der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung ansetzen, sämtliche Erfahrungen (sowohl auf Seiten der Anbieter als auch der Aufsicht), die mit dem Prospektrecht seit 2005 gesammelt werden konnten, verloren gehen würden. Für die Unternehmen, die sich gerade erst auf die zum 01.06.2012 durch das Vermögensanlagengesetz eingeführten Änderungen bei den Mindestangaben einzustellen hatten, bedeutet die Umstellung auf völlig neue Regelungen einen enormen Aufwand. Sie müssen sich in ein völlig neues Prospektierungsregime einfinden. Zudem befürchten wir eine große Verunsicherung bezüglich der konkreten Erfordernisse bei der Beschreibung der Mindestangaben, da auf keine Kommentierung der Regeln, die geschlossene Fonds betreffen, zurückgegriffen werden kann. Auch auf die Aufsicht sehen wir entsprechenden Aufwand und Unsicherheiten zukommen.

Zudem fehlt unseres Erachtens eine Regelung entsprechend dem § 8 Vermögensanlagengesetz (VermAnlG) – Billigung des Verkaufsprospektes. In § 8 VermAnlG wird der Umfang der Prospektprüfung klar geregelt; neben einer Vollständigkeitsprüfung hat die BaFin die Kohärenz und Verständlichkeit des Inhalts zu prüfen. Die Reichweite der Prospektprüfung nach dem KAGB-E wird nicht mit gleicher Klarheit beschrieben. Gemäß § 282 Abs. 2 und 3 KAGB-E teilt sich das Prüfungsverfahren, welches sich nicht nur auf den Prospekt, sondern auch auf weitere Unterlagen und Angaben bezieht, in eine Vollständigkeitsprüfung und die materielle Prüfung auf. Materiell hat die BaFin zu prüfen, ob aus den im Anzeigeverfahren eingereichten Unterlagen und Angaben ein Verstoß gegen das KAGB-E gegeben ist. Unklar bleibt, ob damit eine Prüfung vergleichbar mit der derzeitigen Billigung gemeint ist, darunter eine weitergehende inhaltliche Kontrolle oder eine formelle Prüfung zu verstehen ist. Hier bedarf es dringend einer Klarstellung.

10. Wesentliche Anlagerinformation (§§ 232, 233 KAGB-E)

Die Kapitalverwaltungsgesellschaft ist künftig gemäß § 232 KAGB-E dazu verpflichtet, wesentliche Anlegerinformationen (wAI) zu erstellen. Diese ersetzen das Vermögensanlagen-Informationsblatt (VIB) nach § 13 VermAnlG.

Inhalt, Form und Gestaltung haben sich nach den Vorgaben des § 234 KAGB-E, der in Teilen auf § 162 KAGB-E verweist, zu richten. Formal bleibt es bei den drei Seiten, die die wAI maximal als Umfang haben dürfen. Die derzeit geltenden Vorgaben des § 13 VermAnlG finden sich z.T. mit veränderten Begrifflichkeiten wieder. Hier ist noch näher zu prüfen, ob die Übernahme der Begrifflichkeiten aus dem Investmentgesetz für die geschlossenen AIF im Einzelnen passend und umsetzbar ist. Wir behalten uns vor, auch zu diesem Punkt zu einem späteren Zeitpunkt noch ausführlich Stellung zu beziehen.

Zu klären ist zudem, in welchem Umfang die BaFin die wAI künftig zu prüfen hat. Die Formulierung in § 282 Abs. 3 Satz 2 KAGB-E ist auch diesbezüglich nicht klar. Ist diese so zu verstehen, dass die BaFin künftig auch die Einhaltung der Vorgaben des § 162 Abs. 3 KAGB-E, wonach die wAI redlich, eindeutig und nicht irreführend sein dürfen, zu prüfen hat? Auch hierzu bedarf es einer Klarstellung.

Für die wAI gilt, dass für irreführende und unrichtige Angaben, die für die Beurteilung der Anteile von wesentlicher Bedeutung sind, sowie solche Angaben gehaftet wird, die nicht mit den einschlägigen Stellen im Verkaufsprospekt vereinbar sind. Eine dem § 22 VermAnlG entsprechende Regelung zur Haftungsbeschränkung fehlt. Eine Haftung nach § 22 VermAnlG setzt voraus, dass das Erwerbsgeschäft während der Dauer des öffentlichen Angebots, jedoch spätestens innerhalb von zwei Jahren nach dem ersten öffentlichen Angebot der Vermögensanlagen im Inland, abgeschlossen wurde. Diese Regelung trägt dem Umstand Rechnung, dass anders als bei offenen Anlageprodukten sich die geschlossenen Produkte gerade dadurch auszeichnen, dass die Dauer des öffentlichen Angebots begrenzt ist. Eine Aktualisierung der Kurzinformation macht auch nur für die Dauer des öffentlichen Angebots Sinn und sollte auch nur in diesem Rahmen für die Kapitalverwaltungsgesellschaft erforderlich sein. Der Gesetzgeber hat diese Überlegungen und Wertungen im Entwurf eines Gesetzes zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagengesetz zum Ausdruck gebracht (vgl. BT Drs. 17/6051, S. 38 Gesetzesbegründung zu § 22 Abs. 1 VermAnlG). Eine entsprechende Begrenzung der Haftung für den Anbieter geschlossener Publikums-AIF ist daher nur konsequent und sollte in das KAGB-E aufgenommen werden.

Wir schlagen daher vor § 272 Abs. 2 um die Sätze 3 und 4 zu ergänzen:

„Eine Haftung ist ausgeschlossen, wenn das Erwerbsgeschäft nicht nach Veröffentlichung des Verkaufsprospekts und während der Dauer des öffentlichen Angebots, spätestens jedoch innerhalb von zwei Jahren nach dem ersten öffentlichen Angebot der Anteile oder Aktien im Inland abgeschlossen wurde. Eine Haftung ist auch dann ausgeschlossen, wenn der Sachverhalt, über den unrichtige Angaben in den wesentlichen Anlegerinformationen enthalten sind, nicht zu einer Minderung des Erwerbspreises der Anteile oder Aktien beigetragen hat.“

11. Widerrufsrecht

Wir befürworten, dass in § 271 KAGB-E ein spezialgesetzliches Widerrufsrecht regelt, dass auch für geschlossene AIF gilt. Der Weg zu einer rechtsicheren Widerrufsbelehrung ist damit endlich frei.

Für den AIFM, den AIF und die weiteren Anleger muss dabei sichergestellt sein, dass das Widerrufsrecht nicht Jahre später als Vehikel dazu genutzt wird, das unternehmerische Risiko auf diese abzuwälzen. Zu prüfen bleibt vor diesem Hintergrund, ob die derzeitige Formulierung alle denkbaren Fälle umfasst sowie Änderungen im Rahmen des Mustertextes für die Widerrufbelehrung erforderlich sind und vorgeschlagen werden sollten. Wir behalten uns vor, hierzu noch konkretere Vorschläge zu machen.

12. Währungsrisiken

Der Diskussionsentwurf sieht eine Begrenzung von Vermögensgegenständen vor, die einem Währungsrisiko unterliegen, vgl. § 225 Abs. 4 KAGB-E. Der Wert des Risikos darf 30 Prozent des Werts des AIF nicht übersteigen.

Die Regelung darf Investitionen außerhalb des EWR nicht über Gebühr erschweren. Vor diesem Hintergrund sollte im Gesetz oder mindestens in der Gesetzesbegründung aufgenommen werden, in welchen Fällen Risiken überhaupt entstehen und wie ihre etwaige Absicherung einberechnet wird.

Die Vorschrift sollte klarstellen, dass ein Währungsrisiko nicht bei währungskongruenten Fonds gegeben ist, wenn bspw. in Vermögensgegenstände (z. B. Immobilien) in einem Land außerhalb des Euro (z.B. USA) investiert wird und gleichzeitig die Währung dieses Landes (hier US-Dollar) die Fondswährung ist.

Die Vorschrift sollte ferner klarstellen, dass nur Nettorisiken in die 30 Prozent-Quote einberechnen sind. Der Einsatz von Fremdwährungsabsicherungen wie bspw. Währungsswaps sollte berücksichtigt werden.

IV. Kommentierung zu den Managerregeln

1. Alternative Verwahrstelle

Der Diskussionsentwurf setzt die europäischen Vorgaben zu den Regeln der Verwahrstelle weitgehend um, soweit diese nicht durch das offene Level-2-Verfahren noch ausstehen. Als Verwahrstellen gelten danach in Deutschland vor allem Depotbanken. Der Entwurf berücksichtigt nicht das Optionsrecht der Mitgliedsstaaten, national auch berufsständisch beaufsichtigte Verwahrstellen zulassen zu können.

Wir sprechen uns gemeinsam mit dem BVK und anderen Berufsverbänden dafür aus, dass der deutsche Gesetzgeber dieses Optionsrecht nutzt. Diese sollte aus Gründen der Proportionalität eingeführt werden. Gleichwohl sollte auch die alternative Verwahrstelle nur unter bestimmten Voraussetzungen zugelassen sein und während der Tätigkeit einer äquivalenten Aufsicht unterliegen. Wir haben dem BMF hierzu bereits folgende Vorschläge im Rahmen eines Eckpunktepapiers vorgelegt:

a. Proportionalität der AIFM-Richtlinie

Speziell die Regeln zur Verwahrstelle waren in der AIFM-Richtlinie ursprünglich ausschließlich am Modell von offenen Fonds ausgerichtet, die in verwahrfähige Finanzinstrumente investieren. Bereits sehr früh im Verfahren sind Anpassungen für AIF vorgenommen worden, die in nicht verwahrfähige Vermögensgegenstände investieren¹⁰. Unsere Verbände haben sich bereits auf der europäischen Ebene stark für eine alternative Verwahrstelle ausgesprochen. Die politischen Entscheidungsträger haben im gesamten Verfahren wiederholt betont, der sehr weite Anwendungsbereich der Richtlinie rechtfertige sich durch proportionale Einzelanforderungen. Die alternative Verwahrstelle dient eben dieser Proportionalität, weshalb sie auch vom deutschen Gesetzgeber geschaffen werden sollte.

b. Mehr Asset Knowhow

Das Geschäftsmodell von Private Equity Investoren und geschlossenen Fonds in Deutschland kennt bislang keine gesetzliche Pflicht einer Verwahrstelle. Allerdings sind in Teilsegmenten Kontrollinstanzen für Fondsanbieter, die nachhaltig am Markt agieren wollen, bereits heute marktüblich. So wird insbesondere bei bankenunabhängigen Anbietern die korrekte Verwendung der Mittel durch sog. Mittelverwendungs-

¹⁰ (vgl. Art. 17 Abs. 1 (c) in Ratsdokument 15415/09 vom 04.11.2009). Abweichend von der Aufbewahrungspflicht für verwahrfähige Finanzinstrumente wurde für nicht-verwahrfähige Finanzinstrumente eine Prüfungs- und Aufzeichnungspflicht der Eigentumsverhältnisse des AIF (vgl. Art. 21 Abs. 8 (b) AIFMD) eingeführt. Ferner wurde ebenfalls früh die Möglichkeit einer alternativen Verwahrstelle für diese AIF geschaffen, soweit sie in den ersten fünf Jahren keine Rückgaberechte der Anteile enthalten (vgl. Art. 17 Abs. 3 (c) und (d) in Ratsdokument 15415/09 vom 04.11.2009). Im weiteren Verfahren wurde diese dann als Optionsrecht der Mitgliedsstaaten ausgestaltet (vgl. Art. 17 Abs. 3 am Ende in Ratsdokument 6795/10 von 23.02.2010).

kontrollere gewährleistet. Diese sind zumeist Rechtsanwälte, Steuerberater oder Wirtschaftsprüfer, die während der Investitionsphase vom Fonds eingesetzt werden. Sie verfügen über ein breites Wissen über geschlossene Fonds und deren Investitionen. Aufgrund dieser Sachnähe können diese Personen beurteilen, ob eine Zahlung des Fonds seine Richtigkeit hat oder nicht. Bei Auslandsinvestitionen sind z.B. bereits heute Wirtschaftsprüfer tätig, die mit jeweiligen internationalen Rechnungslegungsstandards vertraut sind.

Das Optionsrecht Deutschlands, alternative Verwahrstellen zuzulassen, macht dieses Wissen zugänglich. Eine ausschließliche Zulassung von Kreditinstituten, also Wertpapierhandelsunternehmen („Depotbanken“) als Verwahrstellen ließe es ungenutzt.

Angesichts der sehr weit gehenden Aufgaben der Depotbanken (insbesondere Überprüfung der Eigentumsübertragung, Kontrollfunktion) wird der Manager zukünftig sehr eng mit der Depotbank / alternativen Verwahrstelle zusammenarbeiten. Es ist daher unerlässlich, dass hier Anbieter genutzt werden können, die das Modell gut kennen. Anderenfalls steht zu befürchten, dass Fonds auch in diesem Segment auf attraktivere Standorte bspw. nach Luxemburg ausweichen. Ferner ist wahrscheinlich, dass die Depotbanken ggf. erst auf externen Sachverstand von Rechtsanwälten, Steuerberatern oder Wirtschaftsprüfern zurückgreifen, um ihre Aufgabe wahrnehmen zu können.

Der eigentliche Vorteil von Depotbanken, nämlich die Automatisierung von Abläufen für die börsentägliche Wert- und Preisermittlung sowie für die Abwicklung von Transaktionen, spielt im Bereich der geschlossenen Fonds und Private Equity Fonds dagegen keine Rolle. Bestätigt wird dies in ersten Gesprächen mit Depotbanken. Dort sind die auf Immobilien spezialisierten Mitarbeiter die Ansprechpartner für geschlossene Fonds. Diese sind zwar mit illiquiden Anlagen vertraut, nicht jedoch mit den anderen Assetklassen, in die geschlossen Fonds und Private Equity-Fonds investieren.

c. Kosten

Die Investoren und Anleger werden die Kosten der strengeren Aufsicht und der Verwahrstelle über sinkende Renditen tragen. Die Kostenstrukturen bei Depotbanken werden höher eingeschätzt als bei alternativen Verwahrstellen. Depotbanken, die sich für das Geschäft der geschlossenen Fonds interessieren, haben mitgeteilt, dass sie die Kosten zwischen 5 und 25 Basispunkten des Fondsvolumens ansiedeln. Dieser Wert wird aber deutlich dadurch beeinflusst, wer die Depotbank beauftragt und wie die Unternehmensstrategie der Depotbank ausgestaltet ist. Es erscheint sogar nachvollziehbar, dass Depotbanken an leistungsstarken und großen Anbietern mehr interessiert sind und relativ bessere Kostenstrukturen anbieten können als bei kleineren

Anbietern, die vielleicht nur weniger Fonds verwalten. Gerade diese bedürfen einer Alternative durch die alternative Verwahrstelle.

d. Mögliche Berufsstände

Die AIFM-Richtlinie nennt in Erwägungsgrund 34 AIFMD beispielsweise Notare, Rechtsanwälte, Registrierstellen und andere Stellen als geeignete alternative Verwahrstellen. Unseres Erachtens kommen daneben noch Steuerberater und Wirtschaftsprüfer in Betracht.

Gemessen an den inhaltlichen Aufgaben der Verwahrstelle insbesondere den beiden Hauptaufgaben (Prüfung der Eigentumsverhältnisse und Kontrolle der Cashflows) erscheinen die genannten Berufsträger gleichsam geeignet, die Aufgaben einer Verwahrstelle ordentlich zu erfüllen. In erster Linie werden Rechtskenntnisse im Sachenrecht, wirtschaftliche Kenntnisse in Buchführung und Bewertungskennntnisse erforderlich sein, sodass es sich in der Praxis als sehr effizient herausstellen wird, wenn verschiedene Berufsträger mit entsprechenden Qualifikationen sich zusammenschließen, um gemeinsam die Aufgaben zu übernehmen.

Darüber hinaus sind die Haftungsmaßstäbe der alternativen Verwahrstelle zu berücksichtigen, da die Risiken auch versicherbar sein müssen. Die Haftung unterscheidet sich jedoch deutlich von derjenigen, die bei der Verwahrung von verwahrfähigen Finanzinstrumenten Anwendung findet. Bei nicht-verwahrfähigen Vermögenswerten haftet die Verwahrstelle gegenüber dem AIF oder den Anlegern des AIF für sämtliche „sonstigen Verluste“, die diese infolge einer von der Verwahrstelle fahrlässig oder vorsätzlich verursachten Nichterfüllung ihrer Verpflichtungen aus der Richtlinie erleiden“ (vgl. Art. 21 Abs. 12 letzter Unterabsatz AIFMD). Erste Abfragen bei den genannten Berufsträgern haben ergeben, dass dieser Haftungsmaßstab als nachvollziehbar und leistbar erachtet wird. Nachhaltig am Markt agierende Berufsträger sind schon heute mit ausreichenden Deckungssummen ausgestattet, die die Haftungsrisiken absichern.

Ferner ist den genannten Berufsständen gemein, dass sie den Berufsträgern eine zwingende Registrierungspflicht und berufsständische Regeln auferlegen. Zudem prüft die jeweilige Berufskammer, ob die Berufsträger eine Zulassung erhalten und behalten dürfen. Gegenstand dieses Zulassungsverfahrens sind auch finanzielle und berufliche Garantien, die durch eine Vermögensschadenshaftpflichtversicherung abgedeckt sein müssen.

e. Vorschlag für ein Aufsichtsregime

Die Richtlinie verlangt neben der o.g. Registrierungspflicht, den berufsständischen Regeln und den finanziellen und beruflichen Garantien keine konkreten Aufsichts- und Zulassungsanforderungen. Wir erachten es aber als sachlich gerechtfertigt, den Berufsträgern neben der recht abstrakten Kammerzulassung eine weitere individuelle Zulassungsprüfung aufzuerlegen. Unseres Erachtens sollte die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) über die Zulassung einer alternativen Verwahrstelle (sei es einer einzelnen Person oder einer Organisation), im Einzelfall (spezifisch auf die Asset-Klasse bezogen) entscheiden. Hierbei sollte sie überprüfen, ob der Berufsträger geeignet ist, die Aufgaben ordnungsgemäß auszuführen. Die Kriterien für eine Zulassung sollten grundsätzlich dem pflichtgemäßen Ermessen der BaFin obliegen. Fakultative Prüfungsmaßstäbe bilden unseres Erachtens aber mindestens:

- Persönliche Eignung und Zuverlässigkeit
- Ausreichend lange, einschlägige Berufserfahrung
- Darstellung fachlicher Kenntnisse, bspw. durch Zusatzqualifikationen wie bspw. Fachanwälte, Fachberater
- Angemessene Vermögensschadenshaftpflichtversicherung
- Nachweis einer ordnungsgemäßen Organisationsstruktur

Leitbild für ein Zulassungsverfahren durch die BaFin könnte der sog. Treuhänder über das Sicherungsvermögen sein, der im Versicherungsbereich schon heute in ähnlicher Weise durch die BaFin bestellt wird. Verfügungen über das Sicherungsvermögen unterliegen seiner Zustimmung.

Gesetzlich geregelt sind dabei seine Bestellung, seine Aufgaben, Informationsrechte und Mitwirkungspflichten, Entscheidungen bei Streitigkeiten sowie seine Stellvertretung.¹¹ Nicht gesetzlich geregelt sind hingegen die Zulassungskriterien, hier hat sich eine Verwaltungspraxis herausgearbeitet, die insbesondere in einem Rundschreiben der BaFin festgehalten ist.¹² Der Treuhänder ist gesetzlich nicht an ein spezielles Berufsbild gebunden, in Erscheinung treten aber oftmals Rechtsanwälte, Steuerberater und Wirtschaftsprüfer. Es liegt mithin im pflichtgemäßen Ermessen der BaFin, ob der individuelle Bewerber zum Treuhänder bestellt werden kann oder nicht. Hierbei folgt die BaFin gewissen Zulassungskriterien wie dem Vorliegen von Rechts- und Wirtschaftsprüferkenntnissen, die an Art und Umfang seiner Tätigkeit als Treuhänder gemessen werden. Der Bewerber wird ferner auf seine Unabhängigkeit geprüft und seine Belastung durch andere wesentliche Verpflichtungen wird in Betracht gezogen. Ferner

¹¹ vgl. §§ 70ff VAG.

¹² BaFin Rundschreiben R 13/2005 (VA) – Treuhänder und zur Überwachung des Sicherungsvermögens vom 8.8.2005.

spielt das Vorliegen einer Berufshaftpflichtversicherung eine Rolle, die Schadensfälle abdeckt. Zu den weiteren Kriterien sei auf das o.g. Rundschreiben verwiesen.

f. Kein ausschließliches Berufsbild

Wir sprechen uns aktuell dagegen aus, die Zulassung ausschließlich an einen einzelnen Berufszweig zu knüpfen. Eine interne Abfrage hat ergeben, dass heutige Mittelverwendungskontrolleure nicht weit überwiegend einem einzelnen Berufszweig angehören, sondern sich zu ähnlichen Größen aus Rechtsanwälten, Steuerberatern und Wirtschaftsprüfern zusammensetzen. Hinsichtlich der Qualifikation erachten wir, wie bereits erwähnt, alle genannten Berufsgruppen für geeignet, und viel spricht dafür, dass die spezifische Erfahrung in der Asset-Klasse von größerer Bedeutung ist, als die Zugehörigkeit zu einer Berufsgruppe. Insofern sprechen wir uns dafür aus, dass die BaFin die Qualifikation individuell anhand der o.g. Kriterien prüft, anstatt einzelne Berufsträger von vornherein auszuschließen.

Langfristig unterstützen wir die Idee einer speziellen Berufsqualifikation in einem der Berufszweige, beispielweise die Schaffung eines Fachanwalts für Investmentrecht. Allerdings sollte dies keine Exklusivität begründen, sondern nur eine Möglichkeit der persönlichen Eignung bzw. fachlichen Kenntnisse darstellen. Eine heutige Einführung einer solchen Zusatzqualifikation erscheint zeitlich aber zu knapp. Die Erfahrung zeigt, dass beispielsweise Fachanwälte mehrere Jahre der Einführung bedürfen. Da die Zulassung als AIFM aber bis spätestens 22. Juli 2014 erfolgt sein muss, halten wir unsere Lösung kurz- und mittelfristig für sinnvoll.

g. Mehr Wettbewerb durch Systemdualismus

Wir sprechen uns nicht dagegen aus, dass Depotbanken die Aufgaben einer Verwahrstelle bei geschlossenen Fonds erfüllen. Wir unterstützen vielmehr ein Nebeneinander beider Systeme. Dadurch wird erstens gewährleistet, dass kleinere Manager eine Verwahrstelle beauftragen können, die proportional zu ihren Aufgaben handelt und abrechnet. Ferner führt die Existenz von alternativen Verwahrstellen zu mehr Wettbewerb auch gegenüber Depotbanken. Davon profitieren vor allem die AIF und damit die Anleger.

2. Verwahrstelle als Liquidator

Die Verwahrstelle ist nach dem Diskussionsentwurf – anders als im HGB geregelt – der Liquidator einer Investmentkommanditgesellschaft. Zwar können bei der geschlossenen Investmentkommanditgesellschaft die Gesellschafter hiervon per Beschluss abweichen und einen anderen Liquidator bestellen. Uns ist aber unklar, aus

welchen Gründen die Verwahrstelle schon zum grundsätzlichen Liquidator berufen sein sollte. Die Erfahrung zeigt, dass es bei der Liquidation eines Fonds maßgeblich auf ein großes Verständnis der Fondskonstruktion und vor allem Markt- und Praxiserfahrung hinsichtlich des Vermögensgegenstandes ankommt. Nach unserer Auffassung können andere Personenkreise hierbei qualifizierter handeln und dadurch die Interessen der Anleger besser wahren. Wir empfehlen daher, die Verwahrstelle nicht als grundsätzlichen Liquidator vorzuschreiben und stattdessen die Regeln des HGB anwendbar zu lassen.

3. Rechnungslegungsvorschriften für Publikums-AIF

Nach dem Diskussionsentwurf weichen die Fristen für die Erstellung und Offenlegung der Jahresberichte für Publikums-AIF von den für Spezial-AIF vorgesehenen sechs Monaten ab. Bei der geschlossenen Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital ist der Jahresbericht binnen drei Monaten zu erstellen und nach vier Monaten zu veröffentlichen. Bei der geschlossenen Investmentkommanditgesellschaft ist der Jahresbericht binnen vier Monaten zu erstellen und zu veröffentlichen.

Die kurzen Fristen von drei bzw. vier Monaten sind organisatorisch und wirtschaftlich vollkommen unangemessen und nicht einhaltbar. Die Erstellung, Prüfung, Feststellung und Offenlegung ist in so kurzer Zeit nicht zu realisieren. Probleme ergeben sich insbesondere für die zahlreichen mehrstöckigen Gesellschaften, bei denen die Obergesellschaften (geschlossener Dachfonds) die fertigen Jahresabschlüsse der Untergesellschaften benötigen, die dann wiederum deutlich vor Ablauf der vier Monate zur Verfügung stehen müssten. Gerade bei mehrstöckigen Fondsstrukturen kann eine Jahresabschlusserstellung erst nach Erstellung der Einzelabschlüsse auf Objektebene erfolgen. Nach Erstellung des Jahresabschlusses dauert eine Prüfung wenigstens vier Wochen; anschließend haben die Anleger vier Wochen Zeit, den Jahresabschluss festzustellen. Erst danach kann eine Offenlegung erfolgen. Dieses Prozedere in vier Monaten zu durchlaufen, ist praktisch nicht zu leisten. Aus den gleichen Gründen ist dies ebenso bei Konstruktionen mit ausländischem Bezug vollkommen ausgeschlossen.

Auch die Wirtschaftsprüfungsunternehmen stellt die kurze Frist vor massive Probleme, weil dadurch eine zeitliche Verlagerung der Jahresabschlussprüfungen kleinerer Fondsgesellschaften in das erste Quartal des Jahres entsteht und hieraus eine noch stärkere Konzentration der Arbeitsbelastung der Wirtschaftsprüfungsgesellschaften auf das erste Quartal folgt. Dies wird zu höheren Honoraren für die Jahresabschlussprüfung führen. Ein wesentlicher Zusatznutzen ergibt sich u.E. für den Anleger nicht

dadurch, dass der Jahresabschluss innerhalb von vier Monaten veröffentlicht werden muss.

Wir empfehlen daher nachdrücklich, auch für geschlossene Publikums-AIF die in der AIFM-Richtlinie für Spezial-AIF vorgesehenen Fristen von sechs Monaten anzuwenden.

4. Intern verwaltete Investmentkommanditgesellschaft

Der Entwurf sieht vor, dass die Geschäftsführung der intern verwalteten Investmentkommanditgesellschaft ausschließlich durch die Komplementäre erfolgen kann.

Geschlossene Fonds werden regelmäßig in der Rechtsform der GmbH & Co. KG aufgelegt. Um den steuerlich vermögensverwaltenden Charakter der Fonds sicherzustellen wird regelmäßig der Komplementär von der Geschäftsführung entbunden und ein geschäftsführender Kommanditist mit der Geschäftsführung beauftragt. Daher ist die Möglichkeit der Geschäftsführung um einen solchen Geschäftsführenden Kommanditisten zu erweitern.

Es ist klarzustellen, dass die Erfordernisse des § 149 Abs. 2 KAGB-E für die Geschäftsführung des Komplementärs bzw. des geschäftsführenden Kommanditisten gelten. Ausweislich der Gesetzesbegründung lässt sich diese Regelung auch die Möglichkeit einräumen, dass lediglich eine Person als Komplementär bestellt wird, diese aber wiederum zwei natürliche Personen in der Geschäftsführung vorweist. Der Wortlaut der Regelung lässt diese Vorgehensweise aber nicht zu. Der Wortlaut sollte daher aufnehmen, dass entweder die Geschäftsführung der Investmentkommanditgesellschaft aus zwei Personen bestehen muss (GF-Kommanditisten oder Komplementäre) oder der jeweilige GF-Kommanditist oder Komplementär von zwei Personen geführt werden muss. Explizit sollte auch erwähnt werden, dass auch Kommanditisten mit Geschäftsführungsfunktionen ausgestattet werden dürfen, solange es sich dabei nicht um Anleger handelt, damit gewerblich entprägte Gesellschaften möglich sind.

5. Externe Kapitalverwaltungsgesellschaft, § 18 Abs. 1 KAGB-E

Gemäß § 18 Abs. 1 KAGB-E dürfen externe Kapitalverwaltungsgesellschaften nur in der Rechtsform der Aktiengesellschaft oder der Gesellschaft mit beschränkter Haftung betrieben werden.

Eine Begrenzung der zulässigen Rechtsformen der KVG auf die AG bzw. GmbH halten wir für nicht richtig.

Ein Großteil unserer Mitgliedsunternehmen ist in der Rechtsform der GmbH & Co. KG organisiert. Eine zwingende Rechtsformbegrenzung würde erhebliche Umstrukturierungen bei diesen Häusern erfordern. Diese wären mit Aufwand und Kosten verbunden, ohne den Mehrwert für die Beaufsichtigung erkennen zu lassen.

Hinsichtlich der Publizitätspflichtigkeit stehen Unternehmen in der Rechtsform der GmbH & Co. KG der AG und GmbH in nichts nach. Beispielsweise sind Abschlüsse und Registermitteilungen auch von GmbH & Co. KGs schon heute im Unternehmensregister für jedermann einsehbar. Über die Regelung des § 38 KAGB-E iVm § 340 a ff HGB wird ein Maximum an Publizität erreicht, ganz gleich welche Rechtsform gewählt wird.

Die Begrenzung wird auch nicht von der Richtlinie selbst vorgegeben. Zwar heißt es in der deutschen Übersetzung der Richtlinie in Artikel 5 Abs. 1 a „juristische Person“. Diese Übersetzung stimmt aber nicht überein mit der englischen Fassung der Richtlinie. Dort heißt es an selber Stelle „legal person“. „Legal person“ meint Rechtssubjekt. Eine Personengesellschaft ist ein Rechtssubjekt und als solches Träger von Rechten und Pflichten.

Wir schlagen daher vor, zusätzlich aufzunehmen, dass Kapitalverwaltungsgesellschaften auch in der Rechtsform der Personengesellschaft, vor allem als GmbH & Co. KG, betrieben werden dürfen.

6. Erlaubnis zum Geschäftsbetrieb

Nach § 20 Abs. 3 KAGB-E dürfen externe Kapitalverwaltungsgesellschaften nur bestimmte zusätzliche Dienstleistungen erbringen. Nicht genannt ist die Möglichkeit, AIF zu betreiben, die Leasingverträge abschließen. Allerdings stellen viele AIF ihr Wirtschaftsgut dem Nutzer per Leasingvertrag zur Verfügung. Typischerweise ist dies bei Flugzeugen und Flugzeugteilen (bspw. Turbinen) der Fall.

Länger laufende Nutzungsüberlassungsverträge von Mobilien (aber auch anderer Investitionsgüter) werden häufig als Finanzierungsleasing im Sinne des § 1 Abs. 1a Nr. 10 KWG qualifiziert. Anlageobjekte mit länger laufenden Nutzungsüberlassungsverträgen müssen grundsätzlich als risikoärmere Anlagen betrachtet werden als solche mit kürzer laufenden Verträgen und sind daher für eine Reihe von Investoren gut geeignete Investitionen. § 2 Abs. 6 Nr. 17 KWG erlaubt AIFs mit nur einem Leasingobjekt den Abschluss solcher Finanzierungsleasingverträge ohne eigene Zulassung als Finanzdienstleistungsinstitut, wenn sie von einem Verwalter verwaltet werden, der die

KWG-Zulassung dafür hat. Diese Art der Verwaltungstätigkeit sollte auch der externen Kapitalverwaltungsgesellschaft für ihre AIFs gestattet sein.

Obwohl diese Assetklasse nach dem Diskussionsentwurf auch weiterhin für Publikums-AIF möglich sein soll, wäre die Geschäftstätigkeit einer externen Kapitalverwaltungsgesellschaft ohne Erlaubnis für das Finanzierungsleasing ungerechtfertigt stark eingeschränkt.

Wir empfehlen daher: Analog § 20 Abs. 3 Nr. 2 sollte dem AIFM gestattet werden, Finanzierungsleasing gemäß § 1 Abs. 1a Nr. 10 KWG zu betreiben, falls das Finanzierungsleasing für die von ihm verwalteten AIF geschieht. Eine entsprechende Ausnahme sollte in § 1 Nr. 1a Nr. 10 KWG für die Verwaltung von Objektgesellschaften gemacht werden. Korrespondierend sollte die Bereichsausnahme in § 2 Abs. 6 Nr. 17 KWG auf die Verwaltung durch externe Kapitalgesellschaften ausgedehnt werden.

7. Externe Bewertung

Der Diskussionsentwurf sieht vor, dass die Bewertung bei Erwerb von Vermögensgegenständen sowie die laufende (mindestens jährliche) Bewertung der Vermögensgegenstände bei Publikums-AIF ausschließlich durch externe Bewerter zu erfolgen hat. Nach den Vorgaben der AIFM-Richtlinie wäre zusätzlich eine interne Bewertung möglich und die Entscheidung darüber der Kapitalverwaltungsgesellschaft überlassen.

Eine solche interne Bewertung schlägt der Diskussionsentwurf bei offenen Publikums-AIF vor. Es ist nicht nachvollziehbar, warum dies bei der Umsetzung für geschlossene Publikums-AIF anders gesehen werden sollte. Die allgemeinen Anforderungen an die Geschäftsorganisation und die strengen Vorgaben der Richtlinie, wie die Unabhängigkeit des Ergebnisses einer internen Bewertung sicherzustellen ist, sind unseres Erachtens ausreichend, um eine interne Bewertung zuzulassen. Diese würde zudem weniger administrative Kosten und Organisation auslösen.

Hinzu kommt die Forderung nach einer jährlichen Besichtigung, vgl. § 237 Abs. 1 KAGB-E. Speziell bei mobilen Assets wie Schiffen oder Flugzeugen beinhaltet dies erhebliche logistische Probleme, die angesichts der voraussichtlich begrenzten Zahl qualifizierter Bewerter kaum lösbar erscheint und zu erheblichen Mehrkosten führen werden.

Wir empfehlen daher, bei geschlossenen Publikums-AIF eine interne Bewertung zuzulassen und das Erfordernis der jährlichen Besichtigung zu streichen.

8. Übertragung von Anteilen oder Aktien

Nach § 244 KAGB-E hat die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft sicherzustellen, dass Anteile nur mit Zustimmung der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft übertragen werden dürfen. Versicherungen dürfen ihr gebundenes Vermögen nur investieren, wenn sie über den Anteil frei verfügen können, vgl. § 54 VAG. § 244 KAGB-E verhindert diese freie Verfügbarkeit. Damit könnten diese Anleger nicht mehr investieren. § 244 KAGB-E führt dazu, dass eine der bedeutendsten Anlegergruppen im Bereich der professionellen Anleger in geschlossenen Fonds entfielen. Es ist nicht ersichtlich, warum Versicherungen daran gehindert werden sollten, gerade in geschlossene Spezial-AIF zu investieren. Es ist davon auszugehen, dass es sich um ein Versehen seitens des BMF handelt, da Spezial-AIF gerade an professionelle Investoren vertrieben werden dürfen. Deren wesentlichste Vertreter sind Versicherungsunternehmen.

Die Vorschrift ist daher zwingend zu streichen.

9. Anlagegrenzen für Spezial-AIF

Geschlossene Spezial-AIF dürfen nur überwiegend in Vermögensgegenstände investieren, die nicht Finanzinstrumente sind. Unter den Begriff der Finanzinstrumente fallen i.S.d. der AIFM-Richtlinie fallen auch Anteile an in- und ausländischen juristischen Personen und Personengesellschaften. Geschlossene Fonds investieren zur Strukturierung (u.a. um einzelne Vermögensgegenstände des Portfolios vor Risiken anderer Vermögensgegenstände zu schützen) stets auch in andere Personen- und Kapitalgesellschaften. Ferner werden formal meist nicht Vermögensgegenstände als Asset sondern im Wege des Share Deals erworben.

Da es im Bereich der Spezial-AIF gerade keine Vorgabe von Assetklassen gibt, sollte die Vorschrift die Investition in Sachwerte über Anteile an Zwischengesellschaften nicht begrenzen oder sogar verbieten. Ferner sollten auch Dachfonds in Form von geschlossenen Spezial-AIF möglich sein. Der Erwerb von Gesellschaftsanteilen sollte insofern zugelassen sein. Andernfalls würde sich die Vorschrift in einen Wertungswiderspruch zum Publikums-AIF stellen, dem die Investition in Projektgesellschaften, Objektgesellschaften und Zielfonds nach § 225 Abs. 1 Nr. 5 bis 8 KAGB-E ausdrücklich ermöglicht wird. Dort kommt es nicht darauf an, ob Beteiligungen, Anteile oder Aktien „überwiegen“ wie hingegen in § 253 Abs. 1 KAGB-E.

10. Steuern

Der Entwurf enthält keine steuerlichen Regelungen. Ausführungen zu den steuerrechtlichen Konsequenzen der Neuordnung der Kapitalanlagevehikel werden nicht gemacht. Bisher knüpft das Investmentsteuergesetz (InvStG) mit Blick auf den Anwendungsbereich in § 1 Abs. 1 an das Investmentgesetz an. Letzteres wird allerdings durch Art. 2 des AIFM-UmsG aufgehoben. Daher ist derzeit völlig ungeklärt, wie die im KAGB-E vorgesehenen Fondstypen künftig besteuert werden. Dies bedarf unseres Erachtens dringend einer Klärung, zumal eine abschließende Beurteilung des vorliegenden Gesetzentwurfs ohne abgabenrechtliche Würdigung nicht möglich ist.

Unabhängig von der Frage des Anwendungsbereichs des InvStG sieht die Regelung des § 149 Abs. 1 KAGB-E vor, dass künftig die Geschäftsführung der intern verwalteten Investmentkommanditgesellschaft ausschließlich von einem oder mehreren Komplementären wahrgenommen werden darf. In der Praxis handelt es sich bei den Komplementären jedoch regelmäßig um Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbH), so dass bei steuerlich vermögensverwaltenden Gesellschaften die sog. Entprägung im Sinne des § 15 Abs. 3 Nr. 2 EStG künftig nicht mehr möglich ist.

Unbeantwortet bleibt auch die Frage, ob im Falle von Mehrobjektfonds bei geschlossenen Publikumsinvestmentfonds ein sog. gewerblicher Grundstückshandel ausgelöst werden kann, der ebenfalls dazu führt, dass gewerbliche Einkünfte auf Fondsebene entstehen.

Nicht beleuchtet worden ist, ob und inwieweit die Änderungen sich auf die Tonnagebesteuerung von über geschlossene Investmentfonds zu finanzierende Schiffe auswirkt.

Hier bedarf es einer dringenden Abstimmung der steuerlichen Vorschriften mit dem geplanten KAGB-E. Diese Abstimmung und Klarheit sollte noch vor Inkrafttreten der Regelungen zum KAGB erreicht werden.

11. Technische Hinweise

- a. Begriffsbestimmungen zur Abgrenzung des generellen Anwendungsbereichs

Wir vermissen in dem Entwurf des KAGB grundsätzlich die Festlegung des Anwendungsbereichs, bislang sind lediglich Ausnahmen definiert. Definition eines „AIF“, eines „Anlegers“ oder des Merkmals „investieren“ sind gerade in der jetzigen Situation von zentraler Bedeutung. Uns ist bewußt, dass es durch die noch ausstehenden Vorgaben der Europäischen Kommission im Diskussionsentwurf aktuell nur schwerlich

möglich ist eine Legaldefinition abzugeben. Daraus folgt aber eine Vielzahl von Ungewissheiten bei der Prüfung, wer von den Regeln tatsächlich wie betroffen ist.

Nach unserer Lesart des Entwurfs besteht derzeit aber das Risiko, dass deutlich mehr Fälle unter das KAGB-E fallen würden, als dies (vermutlich) der Intention des BMF entspricht. Auch die nicht aufzulösenden Kollisionen mit anderen Gesetzen (insbesondere HGB, GmbHG, AktG) sehen wir sehr kritisch, da einmal mehr keine Rechtssicherheit gegeben sein wird.

Da der Übergang zu eindeutigen AIF und Zweifelsfällen fließend ist, muss dringend ein eindeutiger Anwendungsbereich definiert werden, aus dem ggf. auch bestimmte „Klein-Fälle“ ausgenommen werden. Andernfalls könnte es zu unbeabsichtigten und unabsehbaren Kollateralschäden bei Unternehmensgründungen, Joint Ventures und Innovationsfinanzierungen kommen.

Auch andere Konstellationen, die uns tagtäglich begegnen, könnten u.U. ungewollt einbezogen werden (z.B. Kapitalerhöhung bei einer GmbH mit neuen Gesellschaftern, insbesondere wenn die GmbH über wesentliches Anlagevermögen verfügt; hierbei wäre die GmbH möglicherweise sogar vom Rechtstypenzwang betroffen).

b. Widerspruch § 11 Abs. 11 mit § 37 KAGB-E

Wir weisen darauf hin, dass die die Regelung des § 37 KAGB-E nicht mit den Begriffsbestimmung in Einklang zu bringen ist. Spezial-AIF dürfen nur von professionellen Anlegern gehalten werden. Die Kapitalverwaltungsgesellschaft soll aber Risikoträger u.a. in Anteilen am Spezial-AIF vergüten. Risikoträger sind allerdings als Mitarbeiter der Kapitalverwaltungsgesellschaft typischerweise keine professionellen Anleger.

Der Begriff des Spezial-AIF müsste insofern erweitert werden, dass diese nur von professionelle Anlegern gehalten werden dürfen, mit Ausnahme von Risikoträgern der Kapitalverwaltungsgesellschaft, die Anteile des Spezial-AIF als Vergütung erhalten.

c. Anzeige jährlicher Verbindungen

Nach § 34 Abs. 4 Nr. 3 KAGB-E sind alle Änderungen enger Verbindungen (damit auch zu Schwestergesellschaften) jährlich anzuzeigen. Die Verwaltungspraxis verzichtet bei KWG-Instituten darauf.¹³ Es wäre wünschenswert, wenn dieser Verzicht zugleich gesetzlich geregelt würde.

¹³ Siehe BaFin-Rundschreiben 1/2007 (BA) - Beteiligungsanzeigen nach §§ 12a, 24 Abs. 1, 1a und 3a KWG i. V. m. §§ 7, 8 und 16 Anzeigenverordnung.

d. Redaktionelles

In § 321 Abs. 4 S. 1 KAGB-E ist das Wort „anzuwenden“ entbehrlich.

In § 155 KAGB-E erscheint Satz 1 entbehrlich.

In § 30 Abs. 1 S. 3 KAGB-E wird auf § 33 Abs. 1a WpHG verwiesen, den es nicht gibt.

In § 149 Abs. 4 KAGB-E sollten nicht von den Interessen der Aktionäre gesprochen werden, zumal es diese bei Investmentkommanditgesellschaften nicht gibt

Berlin, den 17. August 2012



Rechtsanwalt

Eric Romba

Hauptgeschäftsführer



Rechtsanwältin

Dr. Ulrike Busse

Referentin Vertriebs- und
Verbraucherschutzrecht



Rechtsanwalt

Gero Gosslar

Leiter Büro Brüssel

Über den VGF

Der Verband Geschlossene Fonds e.V. ist die Interessenvertretung der Anbieter geschlossener Fonds in Deutschland. Wir informieren Politik, Medien und Anleger aktiv und transparent über die Vermögensanlage Geschlossene Fonds. Zudem engagieren wir uns im Dialog mit dem Gesetzgeber für langfristig stabile wirtschaftliche, rechtliche und steuerliche Rahmenbedingungen für geschlossene Fonds. Davon profitieren sowohl Anleger als auch Anbieter geschlossener Fonds.

Derzeit vertritt der VGF insgesamt 61 Mitglieder, darunter 41 Anbieter geschlossener Fonds und 20 Fördermitglieder. Die im Verband organisierten Anbieter verwalten zusammen ein Investitionsvolumen von rund 142 Mrd. Euro. Bezogen auf den Gesamtmarkt in Deutschland mit einem verwalteten Fondsvolumen von 199 Mrd. Euro repräsentiert der VGF damit mehr als 70 Prozent des Marktes geschlossener Fonds.

Die Mitglieder des Verbands haben im Jahr 2011 Fonds mit einem Volumen von rund 7,3 Mrd. Euro aufgelegt. Bezogen auf das Gesamtemissionsvolumen von 9,9 Mrd. Euro entspricht dies einem Anteil von mehr als 70 Prozent.