

BaFin | Postfach 12 53 | 53002 Bonn

10.06.2009
GZ: Q 31-FR 2105-2009/0001 (Bitte stets angeben)

Abteilung Integrität des
Finanzsystems

**Bericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht an
den Finanzausschuss des Deutschen Bundestages zum "Grauen
Kapitalmarkt"**

Hausanschrift:
Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht
Graurheindorfer Str. 108
53117 Bonn | Germany

I. Lage Grauer Kapitalmarkt

Kontakt:
AP Reschke
Fon +49 (0)2 28 41 08-2312
Fax +49 (0)2 28 41 08-1550
Birgit.Schaefer@bafin.de
LRD Greve
Fon +49 (0)2 28 41 08-7109
Fax +49 (0)2 28 41 08-1550
Volker.Greve@bafin.de
www.bafin.de

Der Graue Kapitalmarkt¹ nutzt vielfältige kollektive Anlagemodelle, in deren Mittelpunkt sog. geschlossene Fonds stehen. Mit Hilfe geschlossener Fonds, die in der Rechtsform der Gesellschaft bürgerlichen Rechts oder einer Personenhandelsgesellschaft unter deutschem Recht verfasst werden, lassen sich große Geldsummen, in kleinen und großen Beträgen, von einer Vielzahl von Anlegern einsammeln, ohne dass sich der Betreiber hierfür dem Erfordernis einer Erlaubnis nach dem Kreditwesengesetz (KWG) und sich der an eine solche Erlaubnis anschließenden Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zu stellen hat.

Zentrale:
Fon +49 (0)2 28 41 08-0
Fax +49 (0)2 28 41 08-1550

Im Gegensatz zu den durch das Investmentgesetz (InvG) regulierten sog. offenen Fonds, die auf Dauer angelegt sind und bei denen der Anleger grundsätzlich jederzeit verlangen kann, dass ihm gegen Rückgabe des Anteils sein Anteil aus dem von der Kapitalanlagegesellschaft verwalteten Sondervermögen ausbezahlt wird, sind geschlossene Fonds im Regelfall als GmbH & Co. KG (sog. KG-Modell) organisiert, die eine jederzeitige Rückgabemöglichkeit gerade nicht vorsieht. Mit dem Erwerb seiner Beteiligung wird der Anleger steuer- und haftungsrechtlich zum Kommanditgesellschafter und Mitunternehmer. Will er aus der Fondsgesellschaft ausscheiden, muss er einen Käufer finden, der bereit ist, seinen Anteil zu erwerben. Zudem ist die Übertragung der Anteile an geschlossenen Fonds regelmäßig

Dienstsitze:
53117 Bonn
Graurheindorfer Str. 108
Georg-von-Boeselager-Str. 25

60439 Frankfurt
Lurgiallee 12

¹ Die Terminologie ist auch in der Fachpresse sehr uneinheitlich. In der Praxis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht hat sich die folgende Abgrenzung als zweckmäßig erwiesen: Jedes Geschäft auf dem Kapitalmarkt ist eindeutig dem „Weißen Kapitalmarkt“, dem „Schwarzen Kapitalmarkt“ oder dem „Grauen Kapitalmarkt“ zuzuordnen, die keine Schnittmengen bilden. In den „Weißen Kapitalmarkt“ fallen alle Geschäfte, die unter Erlaubnisvorbehalt nach dem Gesetz über das Kreditwesen (Kreditwesengesetz – KWG), Investmentgesetz (InvG) oder dem Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) stehen und mit einer entsprechenden Erlaubnis betrieben werden; dem „Schwarzen Kapitalmarkt“ sind alle Geschäfte zuzurechnen, die unerlaubt, also ohne die nach einem der genannten Gesetze eigentlich erforderliche Erlaubnis betrieben werden; zu dem „Grauen Kapitalmarkt“ gehören alle Geschäfte, die weder dem „Weißen“ noch dem „Schwarzen Kapitalmarkt“ zuzurechnen sind.

aufwendiger als von anderen Finanzinstrumenten. Erforderlich sind in der Regel der Abschluss eines schriftlichen Übertragungsvertrages, die Zustimmung der Fondsgesellschaft sowie die Eintragung ins Handelsregister. Gleichwohl werden Anteile an geschlossenen Fonds inzwischen auch an Zweitmärkten gehandelt.

II. Statistischer Hintergrund

1. Verkaufsprospekte für Vermögensanlagen

Der BaFin liegen Zahlen über die Prüfung von Prospekten für Vermögensanlagen vor. Unter den Begriff Vermögensanlagen fallen u.a. Kommanditbeteiligungen, Anteile an einer Gesellschaft bürgerlichen Rechts (GbR), stille Beteiligungen, Genussrechte und Namensschuldverschreibungen. Die Zahl der eingereichten Verkaufsprospekte für Vermögensanlagen blieb im Jahr 2008 gegenüber den Vorjahren weitgehend konstant. Für das 1. Quartal 2009 ist ein deutlicher Rückgang entsprechend der allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung zu verzeichnen.

Insgesamt gingen bei der BaFin im Jahre 2008 773 Prospekte für Vermögensanlagen ein, wobei mehrere Prospekte drucktechnisch in einem Dokument zusammengefasst werden können.

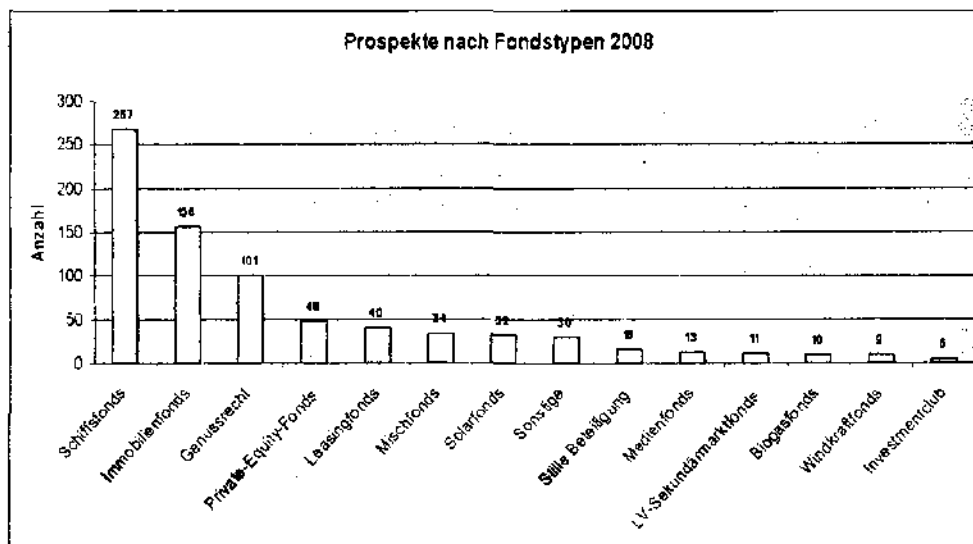
Einen Überblick über die wesentlichen Rechtsformen des Jahres 2008 und des 1. Quartals 2009 geben die folgenden Tabellen:

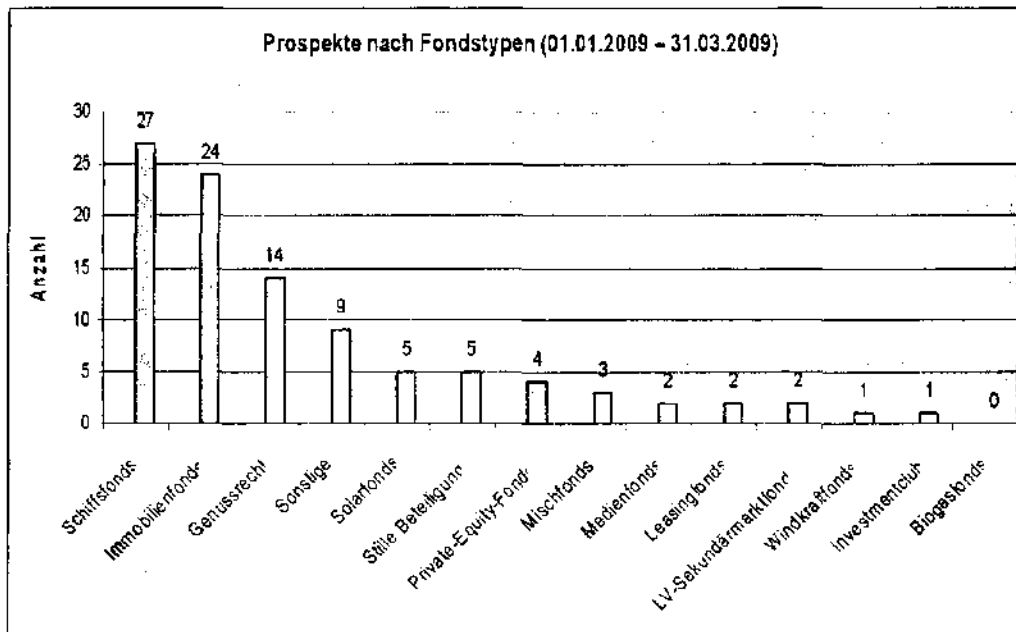
Rechtsformen 2008		
	Anzahl	Anteil [%]
KG / GmbH & Co. KG	637	82,41%
AG	50	6,47%
GmbH	47	6,08%
Ausländische Rechtsform	15	1,94%
GbR	8	1,03%
OHG	0	0,00%
Sonstige	16	2,07%
SUMME	773	100,00%

Rechtsformen 1. Quartal 2009		
	Anzahl	Anteil [%]
KG / GmbH & Co. KG	70	70,71%
GmbH	13	13,13%
Ausländische Rechtsform	9	9,09%
AG	4	4,04%
GbR	1	1,01%
OHG	0	0,00%
Sonstige	2	2,02%
SUMME	99	100,00%

Im Zentrum der Geschäftsmodelle geschlossener Fonds steht typischerweise eine projekt- und objektbezogene, zeitlich befristete Investition in Sachwerte wie z.B. Schiffe oder Immobilien.

Einen Überblick über die wesentlichen Konzeptionen des Jahres 2008 und des 1. Quartals 2009 geben die folgenden Tabellen:





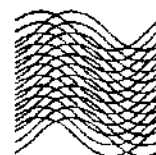
2008 wurden von der BaFin 708 Prospekte mit einem geplanten Platzierungsvolumen von 15,7 Milliarden Euro zur Veröffentlichung gestattet. Insgesamt wurden Fonds mit einem geplanten Investitionsvolumen von 24 Milliarden Euro bei der BaFin eingereicht und zum großen Teil zur Veröffentlichung gestattet.

Da die Unternehmen des Grauen Kapitalmarkts nicht von der BaFin beaufsichtigt werden, stehen der BaFin keine weiteren Zahlen über dieses Marktsegment in Gänze zur Verfügung. Bisher sind der Behörde auch noch keine Zahlen zum Umfang dieses Segments bekannt geworden, die den Eindruck machen, seriös ermittelt worden zu sein.

2. Angaben des Verbandes der geschlossenen Fonds

Für das Segment der geschlossenen Fonds haben nach Angaben des Verbandes der geschlossenen Fonds e.V. (VGF) geschlossene Fonds 2008 8,3 Mrd. Euro Eigenkapital bei privaten Anlegern eingesammelt. Das Gesamtinvestitionsvolumen für die in 2008 platzierten Anteile der Unternehmen lag bei 15,4 Mrd. Euro. Das Beratungsunternehmen Feri Finance AG, Bad Homburg ermittelte für das Jahr 2008 ein platziertes Eigenkapital von 10,21 Mrd. Euro und ein Gesamtinvestitionsvolumen von 18,12 Mrd. Euro, das sich auf insgesamt 950 Anlageangebote von 367 Initiatoren verteilte.

Der VGF vertritt nach eigenen Angaben rund ein Drittel der größeren Anbieter im Bereich Vermögensanlagen. Größere Anbieter mit



Seite 5 | 11

Marktrelevanz sind für den VGF diejenigen Anbieter (laut VGF 143 Unternehmen), die in den vergangenen drei Jahren kumuliert mindestens 5 Mio. EUR Eigenkapital eingesammelt und 2008 mindestens einen Fonds platziert haben.

3. Anbieter außerhalb des VGF

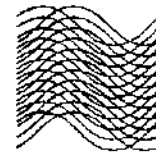
Viele Anbieter, die nicht im VGF organisiert sind, haben sich im Bereich Solarfonds (z. B. Photovoltaikanlagen auf Dächern von Behörden, Schulen, Unternehmen, Privathäusern u. Ä.) sowie in den Bereichen Biogasfonds und Windkraftfonds spezialisiert. Hier finden sich neben nicht im VGF organisierten professionellen Anbietern /Emittenten auch mittelgroße und kleine Anbieter wie z. B. Bürgerbeteiligungsmodelle, Nachbarschaftsmodelle i.S.d. § 6 des Erneuerbare-Energien-Gesetz (EEG) und ähnliche Modelle. Übliche Rechtsform des Zusammenschlusses ist insoweit die Gesellschaft bürgerlichen Rechts, die stille Gesellschaft oder die Kommanditgesellschaft, wobei diese Rechtsformen grundsätzlich dem Anwendungsbereich des Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz (Verkaufsprospektgesetz – VerkaufsprospektG) unterliegen (vgl. BT-Drucksache 15/3174, S. 42).

Viele der öffentlichen Angebote in diesem Bereich fallen nicht unter die Ausnahme von der Prospektpflicht in § 8f Abs. 2 Nr. 3 VerkaufsprospektG, da insbesondere mehr als 20 Anteile angeboten werden oder in 12 Monaten mehr als 100.000 Euro eingesammelt werden sollen, damit das Projekt überhaupt gewinnbringend durchgeführt werden kann.

An der Seriosität vieler dieser Anbieter kann prima vista nicht gezweifelt werden, zumal vor allem die Stromeinspeise-Vorteile des EEG genutzt werden sollen und der BaFin keine nennenswerten Beschwerden in diesem Bereich vorliegen.

4. Vermögensanlagen, die keine geschlossenen Fonds sind

Neben den im Vordergrund stehenden geschlossenen Fonds sind auf dem Markt auch andere Vermögensanlagen anzutreffen. Bei den prospektpflichtigen Vermögensanlagen, die keine geschlossenen Fonds sind, handelt es sich vor allem um Genussrechte, stille Beteiligungen und Namensschuldverschreibungen (§ 8f Abs. 1 Satz 2 VerkaufsprospektG). Diese Anlageformen werden nur sehr selten von Mitgliedsunternehmen des VGF öffentlich angeboten. Es handelt sich vor allem um Finanzierungsmöglichkeiten kleiner und mittelgroßer Unternehmen, auch Aktiengesellschaften in diesem Bereich. Sinn und Zweck, z. B. ein Genussrecht zu begeben, liegt für diese Unternehmen



Seite 6 | 11

oft darin, anstatt Eigenkapital einzuwerben oder eine Kapitalerhöhung durchzuführen, rechtlich grundsätzlich als Fremdkapital zu bewertendes Kapital in der Bilanz als Eigenkapital ausweisen zu können und dadurch Steuervorteile zu gewinnen (sog. Mezzanine – Kapital).

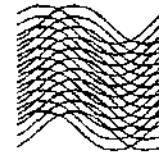
Von den Gesamthinterlegungen betrafen 2008 ca. 13,2 % Prospekte von Genussrechten und 2,07 % von stillen Beteiligungen. Große Kapitalgesellschaften, insbesondere Industrieunternehmen, bieten hingegen keine Genussrechte an, sondern finanzieren sich am Kapitalmarkt überwiegend über Inhaberschuldverschreibungen.

III. Kritisch zu bewertende Anlagemodelle

Kollektive Anlagemodelle werden neben seriösen Anbietern gern von unseriösen Anbietern genutzt. Sie greifen dabei nicht nur auf die Rechtsform der Kommanditgesellschaft oder GmbH & Co. KG oder einer anderen Gesellschaftsrechtsform (KG- oder gesellschaftsrechtliches Modell) zurück, sondern emittieren auch Schuldverschreibungen oder sog. Genussrechte (schuldrechtliches Modell).

Zwischen den gesellschaftsrechtlichen und den schuldrechtlichen Modellen stehen die sog. Treuhandkommanditbeteiligungen. Gerade bei Massenbeteiligungen bietet es sich an, die Kommanditbeteiligungen nicht direkt von den Anlegern, sondern treuhänderisch für die Anleger durch eine Treuhandkommanditistin, in der Regel eine GmbH, zu halten. Der einzelne Anleger ist mit der Treuhandkommanditistin über einen Treuhandvertrag schuldrechtlich verbunden und damit nur mittelbar an der Kommanditgesellschaft beteiligt. Obgleich den Anlegern gemäß der jeweils gewählten Konzeption im Gesellschaftsvertrag formal die gleichen Rechte wie den Kommanditisten eingeräumt zu werden scheinen, sind sie in der Praxis doch regelmäßig darauf beschränkt, ihre Rechte über die Treuhandkommanditistin auszuüben, und müssen eine entsprechende Ausübung ihrer Rechte durch diese ggf. erst durchsetzen. Letzteres ist gerade bei Massenbeteiligungen oft illusorisch, da hierzu die sog. Treuhänder ihre Interessen gegenüber der im Lager des Betreibers stehenden Treuhandkommanditistin erst einmal bündeln, hierzu jedoch überhaupt erst einmal voneinander Kenntnis haben müssten (was jedenfalls bei unseriösen Modellen von den Betreibern gar nicht erst gewollt ist).

Unseriöse Anbieter geben oft Investitionen in Finanzinstrumenten im Sinne des § 1 Abs. 11 KWG den Vorzug gegenüber Anlagen in Sachwerten. Beiden, gesellschaftsrechtlichen und schuldrechtlichen, Modellen ist gemein, dass die gepoolten Anlegergelder in Aktien, Fondsanteile oder andere übertragbare Wertpapiere investiert werden



Seite 7 | 11

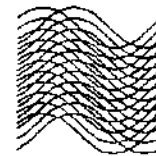
und unterdessen die Anleger glauben gemacht werden sollen, über die Anbieter an den Wertgewinnen der Kapitalmärkte teilzuhaben.

Den Anlegern drohen bei diesen Modellen erhebliche Schäden. Eine Vielzahl von Kosten und Gebühren (Provisionen, Vertriebskosten u. ä.) zehren gerade bei den KG-Modellen evtl. Handelsgewinne in aller Regel auf. Besonders kritisch sind die Modelle zu sehen, die Kosten und Gebühren verbundenen Unternehmen zufließen lassen, die in der Frühphase des Modells ihre Gewinne vereinnahmen. An dem Erfolg der prospektierten Anlage der entgegengenommenen Gelder in Finanzinstrumente haben die Betreiber kein eigenes Interesse. Ihr Interesse ist vielmehr auf die Vereinnahmung der Gebühren und Kosten gerichtet. In der Summe erreichen bereits die anfangs zu leistenden Gebühren oftmals einen erheblichen Anteil des eingezahlten Kapitals. Ein Erfolg der Anlagegeschäfte, der sich dann tatsächlich bei den Anlegern niederschlägt, könnte dann bereits rechnerisch nur durch immense, jedenfalls auf lange Sicht unrealistische Gewinne erzielt werden.

Die BaFin ist in jüngerer Zeit gegen 21 Unternehmen bzw. Unternehmenskomplexe mit kollektiven Anlagemodellen für, soweit bekannt, rund 22.000 Anleger auf der Basis des Vorwurfs des Betriebes unerlaubter Finanzkommissionsgeschäfte im Sinne des § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 KWG eingeschritten. Die Gelder, die diese Unternehmen bis zum Einschreiten der Behörde hatten einsammeln können, belaufen sich auf rund 145 Mio. Euro.

Anfänglich hatten die zuständigen Verwaltungsgerichte den Antritt der BaFin auf der Basis des § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 KWG in einer Vielzahl von Entscheidungen bestätigt. Im Zuge des Wechsels der zuständigen Kammer beim dem für die Anfechtung von Maßnahmen der BaFin als Finanzdienstleistungsaufsichtsbehörde in erster Instanz zuständigen Verwaltungsgericht Frankfurt am Main wurde diese Rechtsprechung dann jedoch überraschend aufgegeben. Für ein Anlagemodell (GAMAG) hat das Bundesverwaltungsgericht (BVerwG) die neue Rechtsprechung bereits mit seinem Urteil vom 27.02.2008 bestätigt.

Der Gesetzgeber hat auf die Entscheidung des BVerwG vom 27.02.2008 mit der Einfügung des neuen Erlaubnistatbestandes der Anlageverwaltung (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 11) in das KWG reagiert. Damit soll nunmehr eine Erlaubnispflicht für die betreffenden Anlagemodelle auf eine sichere gesetzliche Basis gestellt werden. Es bleibt vor dem Hintergrund der in jüngerer Zeit recht sprunghaften Rechtsprechung in dem zuständigen Verwaltungszug abzuwarten, ob der neue Tatbestand die mit ihm erstrebte Rechtssicherheit wirklich schaffen kann.



IV. Regelungsvorschläge zur Verbesserung des Anlegerschutzes auf dem Grauen Kapitalmarkt

1. Ausdehnung des Finanzinstrumentebegriffs (§§ 1 Abs. 11 KWG; 2 Abs. 2b WpHG)

Mit einer Ausweitung des Finanzinstrumentebegriffs der §§ 1 Abs. 11 KWG und 2 Abs. 2b WpHG, der dann - anders es bislang durch die amtliche Begründung des Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vorgegeben ist - auch die Anteile an Personengesellschaften sowie über die gemeinschaftsrechtlich harmonisierten Investmentvermögen hinaus alle Organismen für gemeinsame Anlagen umfassen würde, könnte gerade in den Segmenten des Grauen Kapitalmarktes, die das größte Schädigungs- und Betrugspotential haben, mit einer Aufsicht über die Vertriebsseite eine Verbesserung des Anlegerschutzes erreicht werden.

Ein geschlossener Fonds, der sich nicht seinerseits auf die Anlage in Aktien oder sonstigen Unternehmensbeteiligungen, in Schuldverschreibungen oder anderen Schuldtiteln, die ihrerseits als Finanzinstrumente zu qualifizieren wären, spezialisierte, sondern sich etwa auf die Anlage in Immobilien, Photovoltaikanlagen, Biogas oder Windkraft konzentrierte, bliebe danach auch in Zukunft, soweit es das KWG betrifft, erlaubnisfrei; allein jede Dienstleistung Dritter bei der Emission, bei dem Vertrieb oder der Verwaltung solcher Anteile wäre vom Prinzip her künftig als Finanzdienstleistung zu qualifizieren und damit grundsätzlich nach § 32 Abs. 1 KWG erlaubnispflichtig.

Die hier vorgeschlagene Einstufung von Anteilen an geschlossenen Fonds als Finanzinstrumente ist sachgerecht, da diese Anlageangebote von den Wertpapierdienstleistungsunternehmen weithin als alternative Anlageform zu anderen Finanzinstrumenten vertrieben werden. Nach Angaben des VGF lag der Anteil der Banken am Vertrieb geschlossener Fonds in den letzten Jahren bei 40-70 %. Banken und Finanzdienstleistungsinstitute bieten ihren Kunden - neben Aktien, Schuldverschreibungen und Anteilen an offenen Fonds nach dem Investmentgesetz - die Anlageangebote des Grauen Kapitalmarkts auf äußerlich gleiche Art und Weise an. Für den Vertrieb von Finanzinstrumenten nach dem WpHG gelten dabei detaillierte Pflichten zur Wahrung der Kundeninteressen, zur Information über die Eigenschaften des sog. Anlageprodukts, zur Offenlegung von Kosten und Provisionen und zur Prüfung der Eignung eines „Produkts“ für den jeweiligen Kunden sowie zur Organisation des Unternehmens im Hinblick auf das Interessenkonfliktmanagement, die Qualifikation seiner Mitarbeiter oder die Bearbeitung von Kundenbeschwerden, die auf die Finanzmarktrichtlinie zurückgehen und von der BaFin überwacht werden.

Seite 9 | 11

Nur der Vertrieb der Graumarktangebote ist bisher von diesen gesamten Regelungen und der Aufsicht ausgenommen. Diese Differenzierung bei der Geltung, insbesondere der Verhaltenspflichten nach dem WpHG, erscheint künstlich und angesichts der oben dargestellten Komplexität der geschlossenen Fonds unangemessen.

Im Hinblick auf die geschätzten zweihunderttausend freien Vermittler, die Anteile an geschlossenen Fonds vermitteln oder hierzu Beratung anbieten (und häufig zugleich Investmentanteile im Sinne des Investmentgesetzes oder Versicherungen vertreiben) erscheint eine dezentrale Beaufsichtigung nach dem Vorbild der Aufsicht über Versicherungsvermittler sachgerecht. Dabei sollten aber die Anforderungen an diese Vermittler nach der Gewerbeordnung erhöht werden, um auch im sog. freien Vertrieb außerhalb der Aufsicht der BaFin einen adäquaten Anlegerschutz sicherzustellen.

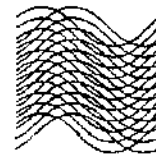
Namensschuldverschreibungen fallen derzeit in Deutschland noch nicht unter den Finanzinstrumentebegriff, weil es ihnen an der freien Übertragbarkeit und in der Regel auch an der Standardisierung mangle. Andererseits ist die Standardisierung gerade unter institutionellen Anlegern weit vorangeschritten. Insbesondere für die größte Gruppe, die Versicherungsunternehmen, sind Namensschuldverschreibungen aus bilanziellen Erwägungen ein beliebtes Anlageinstrument. Mit der Ausdehnung des Finanzinstrumentebegriffs würden standardisierte Namensschuldverschreibungen konsequent unter den Finanzinstrumentebegriff fallen.

Für die Versicherungswirtschaft würden sich mit der Ausdehnung des Finanzinstrumentebegriffs keine Änderungen ergeben. Für sie besteht eine umfassende Bereichsausnahme unter § 2 Abs. 1 Nr. 4 KWG.

2. Veröffentlichung von Warnhinweisen/Verbraucherinformationen

Die Möglichkeit, die Öffentlichkeit darüber zu informieren, dass der Verdacht besteht, dass ein Unternehmen unerlaubte Geschäfte betreibt oder den Anschein setzt, solche Geschäfte zu betreiben, obwohl es keine Erlaubnis hat, entspricht internationalen Standards und trägt zum Anlegerschutz bei. Während § 83b Abs. 7 VAG eine solche Möglichkeit für unerlaubte Versicherungsgeschäfte inzwischen ausdrücklich vorsieht, ist die BaFin im Hinblick auf unerlaubte Bank- und Finanzdienstleistungsgeschäfte nach § 37 KWG nur befugt, eine förmliche Untersagung zu veröffentlichen.

V. Europäische Entwicklungen

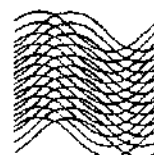


Seite 10 | 11

In diesem Zusammenhang ist auch der von der EU-Kommission am 30. April 2009 veröffentlichte Richtlinienentwurf über die Verwalter alternativer Investmentfonds (Directive on Alternative Investment Fund Managers – „AIFM-RL“) zu berücksichtigen. Die AIFM-RL findet auf alle Verwalter alternativer Investmentfonds („AIFM“) Anwendung, die einen oder mehrere alternative Investmentfonds („AIF“) verwalten. Dies gilt unabhängig davon, ob der AIF innerhalb oder außerhalb der Gemeinschaft aufgelegt wurde, ob der AIF ein offener oder geschlossener Fonds ist und welche rechtliche Struktur der AIF und der AIFM haben. Als AIF gelten alle Fonds, die nicht unter die OGAW-Richtlinie fallen. Nach der AIFM-RL benötigen alle AIFM eine Zulassung, um AIF in der EU zu verwalten und zu vertrieben zu können. Dabei umfasst die Zulassung des AIFM nur die Berechtigung, AIF an professionelle Anleger (im Sinne der MiFID-Richtlinie) zu vertrieben. Es bleibt den Mitgliedstaaten allerdings überlassen zu regeln, ob bestimmte oder alle AIF, die von AIFM verwaltet werden, an Kleinanleger vertrieben werden können, sowie den Vertrieb an Kleinanleger nur unter zusätzlichen Voraussetzungen zuzulassen. Schließlich findet die AIFM-RL keine Anwendung auf AIFM, deren gesamtes verwaltetes Vermögen einen bestimmten Schwellenwert nicht überschreitet (im gegenwärtigen Entwurf 100 Mio. Euro bzw. 500 Mio. Euro für den Fall, dass keiner der AIF hebel-finanziert ist und innerhalb von fünf Jahren nach Konstituierung keine Rückgaberechte ausgeübt werden können).

Da die AIFM-RL die Regulierung von Verwaltern von AIF zum Ziel hat und der Anwendungsbereich der AIFM-RL sehr weit ist (offene und geschlossene Fonds unabhängig von der Zusammensetzung des Portfolios), würde eine Umsetzung der AIFM-RL in nationales Recht eine Regulierung der Verwalter von Fonds mit einer entsprechenden Größenordnung zur Folge haben, die bislang dem Grauen Kapitalmarkt zugerechnet werden. In welchem Gesetz (beispielsweise dem InvG) die AIFM-RL umzusetzen ist bzw. ob die Umsetzung in einem eigenständigen Gesetz erfolgen wird, kann zum derzeitigen Zeitpunkt noch nicht beurteilt werden. Darüber hinaus ist auch noch mit mehreren Änderungen in der AIFM-RL zu rechnen, da bislang nur der erste Entwurf veröffentlicht wurde. Insbesondere die Schwellenwertregelung wird derzeit diskutiert. Die Frage, welche Regelungen für Intermediäre gelten, die AIF-Anteile vertrieben, wird aber soweit ersichtlich in der Richtlinie nicht vorgegeben, so dass die Richtlinie einer Unteraufsichtstellung der Intermediäre nach dem KWG und einer entsprechenden Ausweitung der Verhaltens-, Transparenz- und Organisationspflichten nach dem WpHG nicht entgegenstehen würde.

Im Übrigen wird auf die Packaged Retail Investment Products Initiative der Europäischen Kommission verwiesen, die eine Verbesserung von



Seite 11 | 11

Veröffentlichungs- und Vertriebsvorschriften zum Ziel hat. Bei einer Ausweitung des Finanzinstrumentebegriffs könnten etwaige Verbesserungen auch für Anlageangebote greifen, die bisher in den Grauen Kapitalmarkt fallen.