

## **Stellungnahme des VGF Verband Geschlossene Fonds e.V. zur Öffentlichen Anhörung des Finanzausschusses zum „Grauen Kapitalmarkt“ am 1. Juli 2009**

**In der öffentlichen Darstellung wird der „graue Kapitalmarkt“ derzeit zum Einen mit dem gesamten Markt der geschlossenen Fonds und zum Anderen mit unseriös arbeitenden Kapitalanlagefirmen gleichgesetzt. Dieser Dar- und Gleichstellung ist entschieden zu widersprechen. Sie verdreht die Tatsachen und zeugt von einer erheblichen Unkenntnis des Kapitalmarktes.**

### **1. Anbieter geschlossener Fonds arbeiten seriös, transparent und ordentlich.**

Wir sehen angesichts der öffentlichen Debatte die besondere Notwendigkeit einer differenzierten Betrachtung der Geschäfte im Kapitalmarkt und der Verwendung von klaren Begrifflichkeiten. Wie u.a. die eingereichten Stellungnahmen zeigen, wird der Begriff „Grauer Kapitalmarkt“ uneinheitlich verwendet. Häufig wird eine Schwarz/Weiß-Betrachtung vorgenommen. Alle Geschäfte, die nicht unter die Erlaubnis-, Prospekt- und Publizitätspflichten des sogenannten „Weißen Kapitalmarkt“ fallen, werden dem sogenannten „Grauen Kapitalmarkt“ zugerechnet.<sup>1</sup> Dabei werden Unternehmensbeteiligungen, fremdfinanzierter Immobilienerwerb für Anlagezwecke, hierbei überproportional überbewertete sogenannte Schrottimmobilien, Timesharing-Ferienimmobilien, Glücksspielbeteiligungen, Diamantenhandel und Termingeschäfte in einem Atemzug genannt.<sup>2</sup> Dies verwässert den Blick auf die tatsächlichen Unterschiede. Es führt zu einer undifferenzierten Betrachtungsweise höchst unterschiedlicher Produkte und Geschäftstätigkeiten, die den Marktverhältnissen nicht entspricht und somit keine geeignete Grundlage für regulatorische Maßnahmen bilden kann.

Eine derart undifferenzierte Betrachtungsweise führt dann dazu, dass Geschäfte wie z. B. Beteiligungen an geschlossenen Fonds, für die zwar keine Erlaubnispflicht, dagegen aber Prospekt- und Publizitätspflichten bestehen, gleichgesetzt werden mit Geschäften, die diesen Pflichten nicht unterliegen – so z.B. der Verkauf von Wohnungen zur Vermietung als

---

<sup>1</sup> Auch der von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) in ihrer Stellungnahme vom 10.6.2009 gewählte Ansatz einer Markteinteilung in „weiß“, „schwarz“ und „grau“ anhand der Frage der Erlaubnispflicht des Geschäfts, kann letztlich nicht überzeugen. Diese Definition lässt außer Acht, dass durch Einführung der Prospektpflicht im Jahr 2005 Publizitätspflichten bestehen, die öffentlich angebotene geschlossene Fonds erfüllen müssen.

<sup>2</sup> So z. B. die Definition der Online-Enzyklopädie Wikipedia ([http://de.wikipedia.org/wiki/Grauer\\_Kapitalmarkt](http://de.wikipedia.org/wiki/Grauer_Kapitalmarkt)).

Kapitalanlage mit daran gekoppelter Fremdfinanzierung (die sog. Schrottimmobilien). Dies ist nicht sachgerecht. Diese Angebote unterliegen bis heute keiner Prospektspflicht. Anders ist es hingegen bei öffentlich angebotenen geschlossenen Fonds. Das öffentliche Anbieten geschlossener Fonds unterliegt den Anforderungen des Verkaufsprospektgesetzes und der Verkaufsprospektverordnung. Anbieter geschlossener Fonds sind damit zur Transparenz verpflichtet und unterliegen in diesem Bereich einer Regulierung. Sie gleichzusetzen mit völlig unnormierten Kapitalanlagen ist deshalb falsch.

Gemessen am investierten Fondsvolumen des Jahres 2008 repräsentieren die 44 im VGF organisierten Anbieter geschlossener Fonds mehr als 75 Prozent des Gesamtmarktes mit einem Volumen von 15,4 Mrd. Euro. Grundlage der Mitgliedschaft im Verband ist die nachweisliche Seriosität dieser Anbieter. Diese wird von den Mitgliedsunternehmen u.a. durch die jährliche Abgabe standardisierter Leistungsbilanzen sowie die Abgabe ihrer Platzierungszahlen nachgewiesen. Hinzu kommt die Verpflichtung zum Anschluss an die Ombudsstelle Geschlossene Fonds und die Pflicht, materielle Wirtschaftsprüfergutachten nach dem IDW-S4-Standard für jeden emittierten Fonds erstellen zu lassen.<sup>3</sup> Diesen 44 Unternehmen gegenüber stehen nach der Statistik der BaFin 322 weitere, nicht im Verband organisierte Anbieter. Diese erreichten 2008 lediglich ein Gesamtinvestitionsvolumen von 6,93 Mrd. Euro. Das heißt, es sind zwar „nur“ 12 Prozent aller Anbieter geschlossener Fonds im Verband organisiert, diese 12 Prozent realisieren aber knapp 62 Prozent des gesamten Marktvolumens! Die große Anzahl der 322 (88 Prozent) verbleibenden Unternehmen sind lediglich für etwa 38 Prozent des Gesamtvolumens verantwortlich, also gut ein Drittel. Allein auf der Basis dieser Gegenüberstellung lässt sich für den Markt der geschlossenen Fonds festhalten, dass der überwiegende Teil des Marktvolumens, also der für Anleger relevante Wert des Investitionsvolumens, von seriös arbeitenden Unternehmen mit entsprechend seriösen Angeboten realisiert wird.

Es ist dennoch unstrittig, dass im unregulierten Kapitalmarkt Anbieter auftreten können, die ihr Geschäft auf unlautere und betrügerische Art und Weise betreiben. Dies ist aber nicht allein ein Phänomen des unregulierten Kapitalmarktes und auch keines, das allein auf den Markt der geschlossenen Fonds beschränkt wäre. Es gibt vielmehr erwiesenermaßen in allen Wirtschaftszweigen Unternehmen und Unternehmer, die zum Schaden von Mitarbeitern, Investoren und Anlegern ihr Geschäft betreiben. Kurz, deutsche Anleger verlieren nicht ausschließlich im „Grauen Kapitalmarkt“ Geld, sondern auch dort, wo durch bereits bestehende Regulierung und gegebenenfalls sogar die Beteiligung des Staates vermeintlich viel Sicherheit bestehen soll. Ein Beispiel dafür mag der enorme Kapitalverlust von mehr als 90 Prozent für die Anleger der „Volksaktie“ der Deutschen Telekom sein. Im März 2000 war das Papier noch über 100 Euro wert, heute liegt die T-Aktie bei nur noch 8,23 Euro (Stand 26.6.2009). Für deutsche Anleger beziffert sich damit der Kapitalverlust aller drei Börsengänge der Deutschen Telekom seit 1996 auf 23,3 Mrd. Euro.

---

<sup>3</sup> Zu den Selbstverpflichtungen der VGF-Verbandsmitglieder siehe auch Punkt 5.

Bezogen auf den Markt der geschlossenen Fonds ist deshalb noch einmal klar festzustellen, dass dieser mehrheitlich durch nachhaltig agierende Anbieter geprägt ist. Diese können zum Teil auf eine mehr als 25 jährige Firmentradition zurückblicken und sind für ihre Anleger erfolgreich tätig.

**2. Die Unternehmen des unregulierten Kapitalmarktes sind nicht ursächlich für die derzeitige Finanzkrise verantwortlich. Die Krise ist vielmehr vom regulierten Markt ausgegangen.**

Die Ursachen für die derzeitige Finanzkrise sind eindeutig im regulierten Kapitalmarkt zu sehen. Unregulierte Kapitalanlageprodukte wie geschlossene Fonds haben die Ursachen für die Krise nicht gesetzt. Nicht die unregulierten freien Vertriebe haben Lehman-Zertifikate als angebliche Garantie-Produkte an Anleger verkauft. Diese und andere für die Krise ursächliche Finanzprodukte wie etwa auch Credit Default Swaps sind vielmehr im regulierten Banken- und Wertpapiersektor entstanden und von diesen Instituten verkauft worden!

**3. Geschlossene Fonds schaffen Kapitalerhalt und -wachstum und bilden für breite Bevölkerungsschichten einen Bestandteil der privaten Vermögensbildung.**

Geschlossene Fonds dienen als wichtiger Baustein für die private Vermögensbildung. Allein im Jahr 2008 haben einer verbandseigenen Erhebung zufolge die geschlossenen Fonds der VGF-Mitgliedsunternehmen 4 Mrd. Euro an mehr als 1 Mio. Anleger ausgeschüttet. Dies sind wohlgemerkt nur die Anleger der Fonds aus den VGF-Mitgliedsunternehmen. Die Anlegerzahl des Gesamtmarktes dürfte Schätzungen zufolge bei ca. 3 Millionen liegen. Zum Vergleich: 2008 waren dem Deutschen Aktieninstitut DAI zufolge 3,6 Mio. Anleger in Aktien investiert. Die Ausschüttungen erfolgten auch in Zeiten, in denen Aktienkurse abstürzten und offene Immobilienfonds die Anteilsrücknahme aussetzen mussten. Bezogen auf das verwaltete Anlegervermögen der Unternehmen ist dies eine Quote von 7,6 Prozent.

Geschlossene Fonds eignen sich, wie verschiedene Studien aufgezeigt haben, hervorragend zum langfristigen Vermögensaufbau und Stabilisierung des Depots. Aufgrund ihrer eingeschränkten Korrelation mit Rohstoff- oder Aktienmärkten minimiert ihre Beimischung das Investitionsrisiko und erhöht die Durchschnittsrendite (siehe dazu die Ergebnisse der Studie des *Infinanz Institut für Finanz- und Investitionsmanagement, 2005, [www.infinanz.de](http://www.infinanz.de)*).

Gerade in Zeiten der Krise ist der große Vorteil der geschlossenen Fonds die Investition in Sachwerte, wie z.B. Schiffe, Immobilien, Flugzeuge oder Erneuerbare Energien. In der Vergangenheit haben Sachwerte relativ konstante Renditen erwirtschaftet und es hat sich gezeigt, dass die Rendite von Sachwerten deutlich weniger schwankt als die von Aktien.

Die Investition in Sachwerte bietet zudem Schutz vor inflationären Prozessen, da deren Preise mit dem Preisniveau zunehmen (ausführlich dazu die Studie vom *Hamburgischen WeltWirtschaftsinstitut 2009, Bräuninger, Stiller, Vöpel: Langfristige Perspektiven von Anlagen in Sachwerten, HWWI Policy Report Nr. 11, www.hwwi.org*).

Sachwerte sind beständige Werte nicht zuletzt in Form des physischen Objekts, das im Gegensatz zu einer hybriden Zertifikatestruktur nicht einfach verschwindet, wenn bestimmte Defaultszenarien eintreten. Aufgrund ihrer Beständigkeit, Greifbarkeit und Transparenz erfüllen Investitionen in Sachwerte daher am besten die Bedürfnisse von Anlegern (vgl. die Studie vom *Trendbüro, Beratungsunternehmen für gesellschaftlichen Wandel (2009), Reale Werte – echte Gewinne, www.trendbüro.de*).

Für Anleger geschlossener Fonds bestehen neben Renditeaussichten auch Verlust- und Wertminderungsrisiken. Dies gilt jedoch für sämtliche Formen der Kapitalanlage und erst Recht in Zeiten, in denen der Staat seinen Bürgern eine immer höhere Eigenverantwortung bei der Absicherung ihrer Altersvorsorge abfordert. Oft leisten traditionell konservative Vermögensanlagen diesen gestiegenen Anforderungen nicht den erforderlichen Dienst. Selbst das vermeintlich risikofreie Sparbuch produziert aktuell einen Vermögensverlust, wie folgende Beispielrechnung zeigt:

Anlagebetrag	10.000 EUR
Anlagedauer	1 Jahr
Guthabenzins	0,95 % <sup>4</sup>
Ergebnis nach Abgeltungssteuer	10.069,94 EUR <sup>5</sup>
Bei 2,5 % Inflation p.a.	9.824,34 EUR

#### **4. Geschlossene Fonds übernehmen wichtige alternative Finanzierungsfunktionen, insbesondere in Zeiten der restriktiven Kreditvergabe durch Banken.**

Volkswirtschaftlich betrachtet haben geschlossene Fonds eine bedeutende Finanzierungsfunktion. Bei den allein in 2008 durch geschlossene Fonds investierten 15,4 Mrd. Euro handelt es sich um zum Teil großvolumige Investitionen in die Sektoren Immobilien, Schifffahrt, Luftfahrt, Erneuerbare Energien, Unternehmensbeteiligungen (Private Equity) und Infrastrukturprojekte der öffentlichen Hand. Über die Investitionen geschlossener Fonds werden Jahr für Jahr zehntausende Arbeitsplätze in den genannten Investitionsbranchen gesichert.

Seit 1992 haben Anleger mehr als 160 Mrd. Euro in geschlossene Immobilienfonds investiert, davon 30 Mrd. allein in den deutschen Immobilienmarkt. Zum Vergleich: Das verwaltete

<sup>4</sup> Commerzbank, Stand 4. März 2009

<sup>5</sup> inkl. Abgeltungssteuer, konfessionslos

Volumen deutscher offener Immobilienfonds weltweit beläuft sich auf lediglich 89 Mrd. Euro. Eine Studie des Bundesministeriums für Verkehr, Bau- und Wohnungswesen aus dem Jahr 1999 hat darüber hinaus ergeben, dass bereits eine Erhöhung des Bauvolumens um nur 0,5 Mrd. Euro eine gesamtwirtschaftliche Nachfrage von 1,2 Mrd. Euro und damit gleichzeitig 12.000 Arbeitsplätze schafft. Wiederum zum Vergleich: Geschlossene Immobilienfonds haben 2008 in Deutschland 1,63 Mrd. Euro investiert.

Einer der größten Finanzierungsbereiche geschlossener Fonds ist die Schiffsfinanzierung. Deutschland hat weltweit die mit Abstand größte Containerschiffsflotte: 35,8 Prozent der Containerkapazitäten der weltweiten Containerschiffsflotte sind in der Hand deutscher Eigner. Experten gehen davon aus, dass der überwiegende Teil über deutsche geschlossene Fonds finanziert ist. Kurz: Rund 1/3 der weltweiten Containerschiffsflotte wurde von deutschen geschlossenen Fonds finanziert und wird von diesen bewirtschaftet. Hinzu kommt, dass geschlossene Fonds 2007 für 17 Prozent aller Schiffsablieferungen deutscher Werften verantwortlich waren.

Auch zum Ausbau der erneuerbaren Energien in Deutschland leisten geschlossene Fonds einen erheblichen Beitrag: Insgesamt wurden hier zwischen 2004 und 2008 53 Mrd. Euro in Deutschland investiert. Im selben Zeitraum waren geschlossene Fonds daran mit 4,11 Mrd. Euro beteiligt, das entspricht einem Anteil von knapp 8 Prozent. Auch an Projekten zur Gewinnung von Windenergie vor den Küsten von Nord- und Ostsee (Offshore-Windparks) oder bei der Erdwärme-Exploration sind geschlossene Fonds beteiligt. Damit sind sie auch in diesem Bereich eng verknüpft mit der Vorreiterrolle, die Deutschland weltweit bei der Erforschung und dem Ausbau erneuerbarer Energien einnimmt.

Die Zahlen belegen die überaus enge Verknüpfung geschlossener Fonds mit wichtigen und für Deutschlands Ansehen in der Welt bedeutenden Wirtschafts- und Exportzweigen. Mit geschlossenen Fonds wird nicht pauschal Geld vernichtet, wie manche undifferenziert argumentierenden Stimmen behaupten – sie schaffen volkswirtschaftlich relevante Werte! Darüber hinaus tragen geschlossene Fonds zum Steueraufkommen bei. Mit der Einführung des neuen § 2 b EStG in 1999 und § 15 b EStG in 2005 gibt es keine Gestaltungen mehr, die zu steuerlichen Mindereinnahmen des Fiskus führen. Der geschlossene Fonds hat sich spätestens seit diesem Zeitpunkt zu einer auf Renditeerzielung ausgerichteten Kapitalanlage entwickelt; er ist keine "Steuervermeidungsanlage" mehr.

##### **5. Die im VGF organisierten Unternehmen haben in den vergangenen drei Jahren bereits weitreichende Selbstverpflichtungen erarbeitet und umgesetzt.**

Zentrales Anliegen der Mitglieder des VGF ist die Forderung und Förderung von Qualität und Transparenz für Anbieter, Produkt und Vertrieb. In den vergangenen drei Jahren wurden hierzu verschiedene Maßnahmen ergriffen. Dazu gehören insbesondere:

- die **Einführung einer Pflicht zur Erstellung von Leistungsbilanzen auf der Basis eines einheitlichen Leistungsbilanzstandards**: die Anbieter müssen dadurch einmal jährlich einen Performancebericht veröffentlichen, in dem die im Verkaufsprospekt prognostizierten Werte insbesondere zu Einnahmen, Tilgungsstand, Ausschüttungen und Ausgaben der einzelnen Fonds den tatsächlich erzielten Werten gegenüber gestellt werden müssen (Anlage 1) [siehe hierzu auch [www.leistungsbilanzportal.de](http://www.leistungsbilanzportal.de)],
- die **Verpflichtung zur materiellen Prospektprüfung** nach dem S4-Standard des Instituts der Deutschen Wirtschaftsprüfer (IDW) für Verbandsmitglieder: die Anbieter haben damit bei der Prospektierung eines Fonds weitere, über die Vorgaben des Verkaufsprospektgesetzes und der Verkaufsprospektverordnung hinausgehende Anforderungen zu erfüllen; die Angaben im Prospekt werden einer inhaltlichen Prüfung durch unabhängige Wirtschaftsprüfer unterworfen,
- die **Einrichtung einer unabhängigen Ombudsstelle** für Anleger geschlossener Fonds: Seit Einrichtung im März 2008 haben sich 209 Unternehmen (Emissionshäuser, Fondsgesellschaften und Treuhänder) angeschlossen, erste Streitfälle konnten im Interesse der Anleger beigelegt werden, siehe dazu Anlage 2 und auch den Tätigkeitsbericht für das Jahr 2008 unter <http://www.ombudsstelle-geschlossene-fonds.de/publikationen.html>,
- Entwicklung einer **Muster-Vermittlungsdokumentation** in Zusammenarbeit mit den Verbänden der Finanzdienstleistungsunternehmen AfW und Votum, um einen anerkannten Standard für den Vertrieb geschlossener Fonds zu etablieren, der sicherstellt, dass der Anleger in vollem Umfang über die unternehmerische Beteiligung informiert wird,
- Erstellung eines **Ratingkodexes**: in Anlehnung an bestehende internationale sowie nationale Grundsätze des IOSCO, der DVFA und der German CFA-Society wurde ein für die Branche der geschlossenen Fonds spezifischer Kodex für die Erstellung und Qualität von Finanzanalysen aufgestellt.

Den Mitgliedern des Verbandes ist die Einhaltung der Selbstverpflichtungen ernst. Unlängst wurde ein Unternehmen aus dem Verband ausgeschlossen, weil es trotz mehrfacher Aufforderung zur Erstellung einer Leistungsbilanz nach dem Verbandsstandard diese nicht vorgelegt hat.

## **6. Neben die Selbstverpflichtung der Branche sollte eine eigenständige gesetzliche Regelung für geschlossene Fonds treten. Hiefür macht sich der VGF stark.**

Die Einführung und Etablierung von selbstverpflichtenden Qualitätsstandards ist nach Auffassung des VGF gleichwohl nicht ausreichend, um bei der Gesamtheit des grauen

Kapitalmarktes nachhaltig Qualität, Transparenz und Anlegerschutz zu schaffen. Die Mitglieder des VGF haben bereits im Februar 2009 ein Eckpunktepapier zur Regulierung geschlossener Fonds (Anlage 3) verabschiedet, vorgelegt und gegenüber der BaFin, dem BMF und Fachpolitikern in Bund, Ländern und der EU präsentiert. Mit den Eckpunkten wird insbesondere gefordert:

- **Spezialgesetzliche Regelung:** Der rechtliche Rahmen geschlossener Fonds ist derzeit geprägt durch das VerkProspG, die VermVerkProspVO und Rechtsfortbildungen durch die Gerichte. Zur Schaffung eines verlässlichen rechtlichen Rahmens wird eine spezialgesetzliche Regelung vorgeschlagen. Diese sollte alle gesetzlichen Regelungen sowie Rechtsgrundsätze aus der richterlichen Rechtsfortbildung bündeln und zu einem Ganzen zusammenzuführen.
- **Zulassungspflicht für Anbieter:** Das öffentliche Anbieten von geschlossenen Fonds wird erlaubnispflichtig. Nachzuweisen sind insbesondere die fachliche Eignung der Geschäftsführer sowie eine Eigenkapitalausstattung in Höhe von 300.000 Euro.
- **Materielle Prüfung der Verkaufsprospekte:** Neben der bisher nur formellen Prospektprüfung der BaFin sollte die gesetzliche Pflicht zur materiellen Prüfung durch einen Wirtschaftsprüfer nach dem sog. S4-Standard des Instituts Deutscher Wirtschaftsprüfer (IDW) eingeführt werden. Das im Rahmen der Prüfung zu erstellende S4-Gutachten sollte dem Anleger zur Verfügung stehen können. Alternativ zur S4-Prüfung wird auch eine Kohärenzprüfung durch die BaFin für sinnvoll gehalten.
- **Einführung eines standardisierten Vertriebskurzprospekts:** Gegenstand eines solchen Prospekts sollte eine zusammenfassende Darstellung der für die Anlegerentscheidung notwendigen Informationen auf der Basis des Verkaufsprospekts sein. In die konkrete Ausgestaltung sollten die aktuellen Überlegungen der Europäischen Kommission zur Einführung eines 2-seitigen „Key Investor Document“ (KID) mit einfließen.
- **Verlängerung der Verjährungsfrist:** Diese sollte von den derzeit deutlich zu kurzen 6 Monaten auf 3 Jahre bei Prospekthaftungsansprüchen von Anlegern gegen Anbieter erweitert werden.
- **Zulassungspflicht für freie Vermittler und Berater geschlossener Fonds entsprechend der Vorschriften für Versicherungsvermittler:** Hierzu soll der Vermittler einer Registrierungspflicht in einem bundesweiten Vermittlerregister unterliegen. Außerdem haben Berater und Vermittler geschlossener Fonds die persönliche Zuverlässigkeit, einen Sachkundenachweis sowie eine Vermögensschadens-Haftpflichtversicherung nachzuweisen.
- **Erkundungs-, Aufklärungs- und Informationspflichten zur Gewährleistung einer anleger- und anlagegerechten Beratung:** Es soll eine gesetzliche Pflicht zur schriftlichen Dokumentation der Beratung unter Beachtung der Anforderungen

aus geltendem Recht und Rechtsprechung sowie die Pflicht zur Offenlegung von Provisionen vor Vertragsabschluss eingeführt werden.

Die weiteren Details können dem als Anlage 3 beigefügten VGF Eckpunktepapier zur Regulierung geschlossener Fonds entnommen werden.

Wir unterstützen politische Aktivitäten zur Regulierung der Branche der geschlossenen Fonds, weil durch wirkungsvolle gesetzgeberische Maßnahmen ein einheitlicher Ordnungsrahmen für das Anbieten geschlossener Fonds geschaffen werden kann. Dieser Ordnungsrahmen bedeutet Rechtssicherheit sowohl für Anleger als auch für Anbieter geschlossener Fonds und deren Mitarbeiter.

Wir fordern die Bundesregierung daher auf, auf der Basis der vorliegenden Branchenvorschläge Rechtssicherheit durch einen gesetzlichen Rahmen zu schaffen.

## **7. Die Qualifizierung geschlossener Fonds als Finanzinstrumente – wie von der BaFin gefordert – ist ein massiver Rückschritt.**

Die Bundesregierung hat im Rahmen der nationalen Umsetzung der MiFID zu recht entschieden und begründet, dass geschlossene Fonds keine Wertpapiere sind (vgl. Gesetzentwurf der Bundesregierung zum Finanzmarkt-Richtlinie-Umsetzungsgesetz FRUG, BT-Drs. 16/4028 vom 12.01.2007). An der Richtigkeit der Begründung hat sich nichts geändert. An dieser Auffassung ist daher festzuhalten.

Die von der BaFin mit ihrem Schreiben vom 12. Juni 2009 vorgeschlagene Qualifizierung von geschlossenen Fonds als Finanzinstrumente wäre ein Rückschritt für den Anlegerschutz. Sie ist rechtlich fragwürdig und würde für Anbieter, Produkt und Vertrieb einen massiven bürokratischen und finanziellen Mehraufwand bedeuten, der bei einer Vielzahl von kleineren Marktteilnehmern eine existenzielle Bedrohung darstellen würde. Zugleich müsste mit erheblichen Rechtsunsicherheiten in der Praxis gerechnet werden, durch die die bezweckte Verbesserung des Anlegerschutzes ins Gegenteil verkehrt werden würde. Diese weitreichenden Folgen und Probleme der Wertpapiereigenschaft werden von den Befürwortern leider völlig unzureichend beleuchtet.

Aus Platzgründen möchten wir an dieser Stelle nähere juristische Ausführungen zur Frage der Wertpapiereigenschaft geschlossener Fonds aussparen und insofern auf die klaren Ausführungen in Voß, BKR 2007, S. 45–54 „*Geschlossene Fonds unter dem Rechtsregime der Finanzmarkt-Richtlinie (MiFID)?*“ sowie zuletzt Sester, ZBB 2008, S. 369–383, „*Fallen Anteile geschlossener Fonds unter den Wertpapierbegriff des FRUG bzw. der MiFID?*“ verweisen. Beide Autoren kommen zu dem Ergebnis, dass Anteile an geschlossenen Fonds mangels Standardisierung und Vergleichbarkeit mit Aktien sowie ihrer eingeschränkten Übertragbarkeit nicht als Wertpapiere angesehen werden können.

**Weitere massive Negativauswirkungen für die mittelständisch geprägten Anbieter geschlossener Fonds bei gleichzeitig nicht verstärktem Anleger- und Verbraucherschutz:**

Angesichts der vorgetragenen Forderungen erscheint es hingegen sinnvoll, die mit der Wertpapiereigenschaft verknüpften Folgewirkungen nochmals näher darzustellen. Diese lassen sich keineswegs nur darauf reduzieren, dass Vermittler geschlossener Fonds durch die Wertpapiereigenschaft aufsichtspflichtige Anlagevermittler nach dem KWG wären und bei der Vermittlung die Pflichten der §§ 31 WpHG zu erfüllen hätten. Die weit darüber hinaus gehenden denkbaren Konsequenzen lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- **Weitaus höhere Transparenzanforderungen durch das Verkaufsprospektgesetz als durch das Wertpapierprospektrecht:** Das erst zum 1. Juli 2005 eingeführte VerkProspG und die VerkProspV wären obsolet, da geschlossene Fonds als Wertpapiere nunmehr in den Anwendungsbereich des WpPG fallen würden. Die durch Anwendung dieser Vorschriften über vier Jahre sowohl von Seiten der BaFin als auch von Seiten der Produkthanbieter gesammelten Erfahrungen im Rahmen der Prospekterstellung und Gestattungspraxis wären verloren. Die Beteiligten hätten sich vielmehr den systematisch und inhaltlich abweichend ausgestalteten WpPG-Vorschriften zu unterwerfen. Die Prospektpflicht nach dem WpPG setzt vor allem Angaben mit Blick in die Vergangenheit voraus, wohingegen Verkaufsprospekte geschlossener Fonds zu einem Großteil Prognoseangaben enthalten müssen. Die Informations- und Transparenzdichte von Prospekten geschlossener Fonds würde durch eine Prospektpflicht nach dem WpPG deutlich verringert werden.
- **KWG-Erfordernisse belasten Anbieter unverhältnismäßig und bieten per se keinen erhöhten Anlegerschutz:** Eine Vielzahl von Dienstleistungen im Zusammenhang mit dem Vertrieb und der Verwaltung geschlossener Fonds wären als aufsichtspflichtige Bankgeschäfte im Sinne des § 1 Abs. 1 KWG anzusehen. Die Verwaltung der Anlegergelder – die in der Praxis zur erleichterten Abwicklung von häufig mehreren Hundert oder Tausend Anlegern oftmals durch einen Treuhandkommanditisten übernommen wird – könnte als Depotgeschäft im Sinne des § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 5 KWG zu qualifizieren sein. Da der Treuhandkommanditist zudem die Beteiligung im eigenen Namen für den Anleger hält, kommt daneben eine Einstufung als Finanzkommissionsgeschäft gem. § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 KWG in Frage. Die in der Praxis oft durch den Anbieter übernommenen Platzierungsgarantien wären Garantiegeschäfte im Sinne des § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 8 KWG. Die damit an verschiedenen Punkten erforderliche KWG-Erlaubnis- und Aufsichtspflicht wäre insbesondere für kleinere Anbieter, die z.B. im Bereich der Erneuerbare-Energien-Fonds erfolgreiche Projekte auf den Weg gebracht haben, nicht mehr zu bewältigen. Es wäre damit zu rechnen, dass viele von ihnen zur Geschäftsaufgabe gezwungen wären.

- **Langfristige Sachwertinvestitionen sind nicht täglich handelbar, weshalb Publizitätspflichten aus dem Wertpapierhandelsrecht unpassend sind:** Neben den Wohlverhaltenspflichten der §§ 31 ff. WpHG, deren Anwendung auf den Vertrieb geschlossener Fonds im Detail Fragen aufwerfen würde, müssten die einzelnen Fondsgesellschaften als Wertpapieremittenten auch zahlreiche Meldepflichten im Bereich der Insiderinformationen (§ 13 f. WpHG), der Ad-hoc-Publizität (§ 15 WpHG) sowie der Geschäfte von Führungspersonen (Director's dealings, 15a WpHG) befolgen. Pflichten, die im Rahmen der durch tägliche Entwicklungen geprägten Wertpapierbörsen sinnvoll sein mögen, die im Bereich der geschlossenen Fonds, bei denen es in der Regel um eine langfristige Bewirtschaftung eines Sachwertes wie einer Immobilie oder eines Schiffs geht und bei denen ein tagtägliches Börsenhandeln gerade nicht stattfindet, jedoch wenig Ziel führend sein dürften.

Unter Beleuchtung der Konsequenzen einer Einstufung von Anteilen an geschlossenen Fonds als Wertpapiere muss diese insgesamt als unpassend und unangemessen angesehen werden. Eine Verbesserung des Anlegerschutzes durch die Annahme der Wertpapiereigenschaft muss dabei deutlich bezweifelt werden. Vorzuziehen ist vielmehr eine Schaffung eines spezialgesetzlichen Rahmens (s. die Ausführungen zu 6.)

#### **8. Die EU setzt mit der AIFM-Richtlinie den Rahmen, der markadäquat und auf die Strukturen der Anbieter angepasst umzusetzen ist.**

Die Europäische Kommission hat am 30. April 2009 den Vorschlag für eine Richtlinie über Alternative Investmentfonds-Manager vorgelegt. Geschlossene Fonds fallen unter den Anwendungsbereich der Richtlinie. Sie unterliegen damit einer umfassenden Aufsicht. Der Verband unterstützt die AIFM-Richtlinie und das Vorgehen der EU-Kommission Fondsmanager zu regulieren. Wichtig ist, die Richtlinie mit Bezug auf die mittelständische Prägung der Anbieter geschlossener Fonds sowie deren Strukturen und Geschäftsmodelle zu justieren und abzustimmen. Nur so lässt sich das angestrebte Regelungsziel wirkungsvoll erreichen (siehe hierzu die Stellungnahme des VGF, Anlage 4).

Ferner hat die Kommission durch öffentliche Mitteilung vom 29. April 2009 bekannt gegeben, den Vertrieb sog. „Packaged Retail Investment Products“ (PRIPs) einer harmonisierten Regulierung zuführen zu wollen. Im Mittelpunkt sollen hierbei einheitliche Vorgaben zu Produktinformationen (z.B. das Key Investor Document (KID), s.o.) und standardisierte Vertriebsprozesse stehen. Aufgrund des ganzheitlichen, produktübergreifenden Ansatzes ist derzeit davon auszugehen, dass auch geschlossene Fonds nach deutschem Verständnis einer hieraus resultierenden Richtlinie unterfallen würden.

Soweit der nationale Gesetzgeber eine von den europäischen Vorhaben losgelöste Regulierung geschlossener Fonds auf den Weg bringt, sollte diese jedenfalls unter Berücksichtigung der weiteren Entwicklung insbesondere der Vorschläge zur AIFM-Richtlinie und zu PRIPs erfolgen. Neben einer erforderlichen Harmonisierung mit den Vorgaben der AIFM-Richtlinie sollten die aus der Richtlinie resultierenden Wechselwirkungen und Belastungen für die Marktteilnehmer genau abgewogen werden.

Berlin, den 26.06.2009

Eric Romba  
Rechtsanwalt  
Hauptgeschäftsführer

#### Anlagen

- (1) VGF Grundsätze und Leitlinien zur Erstellung von Leistungsbilanzen
- (2) Informationsbroschüre zur Ombudsstelle Geschlossene Fonds
- (3) VGF Eckpunktepapier zur Regulierung geschlossener Fonds
- (4) VGF Stellungnahme zur AIFM Richtlinie

#### **Mitglieder im VGF sind:**

AXA Merkens Fonds, Buss Capital, BVT Holding, Colonia Fonds Management, Commerz Real CFB-Fonds, DBM Fonds Invest, DCM Deutsche Capital Management, Deutsche Bank Asset Finance & Leasing, Deutsche Fonds Holding, Deutsche Structured Finance, Doric Asset Finance, Dr. Peters, DWS Finanz-Service, E&P Real Estate, FHH Fondshaus Hamburg, GEBAB, Hamburg Trust, Hannover Leasing, HCI Capital, Hesse Newman Capital, HGA Capital, HIH Hamburgische Immobilien Handlung, IDEENKAPITAL, ILG Fonds, IVG Private Funds, Jamestown, KG Allgemeine Leasing, König & Cie, LHI Leasing, Lloyd Fonds, MPC Münchmeyer Petersen Capital, Nordcapital, OwnerShip, PCE Premium Capital, Real IS, SAB Spar- und Anlagenberatung, SachsenFonds, Salomon Invest, SHB, Signa Property Funds, US Treuhand, WealthCap – Wealth Management Capital Holding, WestLB Trust, Wölbern Invest

# Leitlinien zur Erstellung von Leistungsbilanzen für geschlossene Fonds

Fassung vom 27.06.2007, zuletzt geändert am 01.04.2009

## Präambel

### A. Grundsätze

1. Grundsatz: Pflicht zur Erstellung von Leistungsbilanzen
2. Grundsatz: Transparenz und Nachvollziehbarkeit der Darstellung
3. Grundsatz: Vollständigkeit der Darstellung
4. Grundsatz: Wahrheit und Richtigkeit der Darstellung
5. Grundsatz: Aktualität der Darstellung und fristgerechte Veröffentlichung der Leistungsbilanz

### B. Formelle Anforderungen

#### I. Teil: Angaben zum Unternehmen bzw. zur Unternehmensgruppe/ Selbstauskunft

1. Firmenname mit Rechtsform
2. Angaben zum Initiator sowie wesentliche Beteiligungsgesellschaften mit operativer Funktion zum Fondsgeschäft (sog. Leitgesellschaften)
3. Registergericht und Handelsregisternummer
4. Gründungsjahr / Unternehmenshistorie
5. Auflistung aller Gesellschafter, die zu mindestens 5% am Unternehmen beteiligt sind
6. Unternehmensgegenstand
7. Namen und Geschäftssitz/Dienstort der Geschäftsführer/Vorstände mit wesentlichen Angaben zum Werdegang und Branchenzugehörigkeit.
8. Höhe des Stammkapitals
9. Anzahl der an den angebotenen Vermögensanlagen insgesamt beteiligten Anleger
10. Angaben über Zweitmarktaktivitäten

## II. Teil: Angaben zu den angebotenen Vermögensanlagen

### 1. Darstellung laufende Fonds

#### 1.1. Angaben zum Fonds

- 1.1.1. Firmenname und Rechtsform (ohne HR-Nummer)
- 1.1.2. Emissionsjahr
- 1.1.3. Komplementär/ Fondsverwalter/ Treuhänder
- 1.1.4. Garantiegeber
- 1.1.5. Investitionsgegenstand und –art
- 1.1.6. Evtl. Rückabwicklung

#### 1.2. Soll-/Ist-Vergleich, d.h. erzielte wirtschaftliche Ergebnisse gegenüber Prospektangaben

##### 1.2.1. Investitionsphase

- Gesamtinvestition
- Agio
- Eigenkapital ohne Agio
- Platzierungsgarantien
- Fremdkapital brutto

##### 1.2.2. Angaben zur Bewirtschaftungs-/ Betriebsphase

- Berichtsjahr Soll / Ist
- Kumulierte Werte Soll / Ist
- Einnahmen / Erlöse
- Tilgung
- Liquiditätsergebnis / Betriebsergebnis
- Auszahlungen absoluter Betrag / in % des Eigenkapitals ohne Agio
- Ausgaben ohne Tilgung
- Liquiditätsreserve
- Stand des Fremdkapitals
- Steuerliches Ergebnis

### 2. Darstellung der innerhalb der letzten zehn Jahre aufgelösten Fonds

- 2.1. Erläuterung/Beschreibung Fonds
- 2.2. Fondsvolumen in Eigen- und Fremdkapital
- 2.3. Ende des Zeichnungszeitraums
- 2.4. Jahr der Auflösung
- 2.5. Auszahlung kumuliert Soll-/Ist-Vergleich
- 2.6. Steuerliches Ergebnis

## Präambel

Die Mitglieder des VGF bieten geschlossene Fonds mit unterschiedlichen Arten von Investitionsgegenständen an. Hierzu gehören beispielsweise Immobilien, Schiffe, erneuerbare Energien, Private Equity, Lebensversicherungen oder Leasingkonzeptionen.

Die Mitglieder des VGF haben die vorliegenden Leitlinien erarbeitet, um übergreifende Vorgaben zur Erstellung von Leistungsbilanzen für unterschiedliche Arten von Investitionsgegenständen zur Verfügung zu stellen.

Ziel der Leistungsbilanz ist es, insbesondere interessierten Anlegern ein zutreffendes und vollständiges Bild der bisher von einem Emissionshaus öffentlich angebotenen geschlossenen Fonds zu vermitteln.

Während die im Teil „A“ dargestellten Grundsätze Verhaltensregeln für die Erstellung von Leistungsbilanzen definieren, sind in den formellen Anforderungen im Teil „B“ detaillierte Arbeitsanweisungen enthalten.

Diese Leitlinien werden von den Mitgliedern des VGF anerkannt und gelten darüber hinaus als Empfehlung. Sofern das Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (IDW) einen eigenen Standard für die Erstellung von Leistungsbilanzen bzw. Leistungsnachweisen veröffentlicht, kann dieser durch Mitgliederentscheid die vorliegenden Leitlinien ablösen.

## A. Grundsätze

### 1. Grundsatz: Pflicht zur Erstellung von Leistungsbilanzen

Unternehmen, die geschlossene Fonds als Vermögensanlage öffentlich anbieten oder in der Vergangenheit angeboten haben, sind verpflichtet, jährlich eine Leistungsbilanz über diese Vermögensanlagen zu erstellen. Soweit Unternehmensbeteiligungen öffentlich angeboten wurden, die nicht als geschlossene Fonds zu qualifizieren sind, können auch diese in der Leistungsbilanz dargestellt werden.

### 2. Grundsatz: Transparenz und Nachvollziehbarkeit der Darstellung

Sprache, Aufbau und Inhalte der Leistungsbilanz müssen transparent und nachvollziehbar sein. Hierzu sind alle Angaben logisch, strukturiert, verständlich und widerspruchsfrei darzustellen, so dass dem Leser eine zutreffende Beurteilung des Anbieters, Emittenten und der Vermögensanlagen ermöglicht wird.

### 3. Grundsatz: Vollständigkeit der Darstellung

Alle innerhalb der Leistungsbilanz gemachten Angaben, insbesondere Zahlen und Daten sind vollständig darzustellen. Die Leistungsbilanz muss über Charakteristik, Strukturen und bedeutende Eckdaten zum Unternehmen bzw. zur Unternehmensgruppe informieren. Über alle angebotenen Vermögensanlagen, die sich in der Bewirtschaftung befinden oder innerhalb der letzten zehn Jahre aufgelöst wurden, muss im Einzelnen berichtet werden. Neben einer Darstellung verschiedener Informationen zum Investitionsgegenstand muss hierzu die Entwicklung der jeweils angebotenen Vermögensanlage durch vergleichende Gegenüberstellung von Prognose und tatsächlichem Ergebnis zu verschiedenen relevanten Daten und Zahlen dokumentiert werden (sog. Soll-/Ist-Vergleich).

### 4. Grundsatz: Wahrheit und Richtigkeit der Darstellung

Alle innerhalb der Leistungsbilanz gemachten Angaben, insbesondere Zahlen und Daten sind wahr und richtig darzustellen. Die Leistungsbilanz muss die Prüfungsbescheinigung eines Wirtschaftsprüfers/vereidigten Buchprüfers, Steuerberaters oder Rechtsanwaltes enthalten.

### 5. Grundsatz: Aktualität der Darstellung und fristgerechte Veröffentlichung der Leistungsbilanz

Die Leistungsbilanz ist für das vorangegangene Kalenderjahr bzw. Wirtschaftsjahr zu erstellen. Das Datum des Redaktionsschlusses der Leistungsbilanz sowie der Stichtag, bis zu dem die Angaben, insbesondere Zahlen und Daten erhoben wurden, muss in der Leistungsbilanz angegeben werden. Die Leitlinien zur Erstellung von Leistungsbilanzen für geschlossene Fonds sind erstmalig für die

Leistungsbilanz des Berichtsjahres 2007 anzuwenden. Die Leistungsbilanz soll bis zum 30.09. eines jeden Jahres veröffentlicht werden.

## **B. Formelle Anforderungen**

Die Darstellung muss in Sprache und Aufbau logisch, strukturiert, verständlich und übersichtlich sein. Alle nach diesen Leitlinien zu erstellenden Angaben müssen richtig und vollständig sein. Über die in diesen Leitlinien vorgegebenen verpflichtenden Angaben können weitergehende Angaben freiwillig gemacht werden.

Der Leistungsbilanz kann ein Inhaltsverzeichnis vorangestellt werden. In der Leistungsbilanz soll zunächst über das Unternehmen bzw. die Unternehmensgruppe berichtet werden, daran anschließend soll die Darstellung der laufenden Fonds erfolgen. Darüber hinaus ist es nicht erforderlich, dass die Angaben gemäß dieser Leitlinien in der durch diese vorgegebenen Reihenfolge dargestellt werden.

Zahlen und Kennziffern, die Relationen oder Vergleiche abbilden, können sowohl im Fließtext als auch in grafischer Form dargestellt werden. Insbesondere der Soll-/Ist-Vergleich ist auch in tabellarischer Form darzustellen. Den Darstellungen zu den Soll-Ist-Vergleichen kann ein zusammenfassendes Gesamtergebnis vorangestellt werden, in dem dargelegt wird, wie viele der in die Leistungsbilanz eingehenden Fonds die nach dem jeweiligen Verkaufsprospekt prognostizierten Auszahlungen kumuliert betrachtet eingehalten bzw. über- oder unterschritten haben. Bei der Feststellung, ob ein Fonds die nach dem jeweiligen Verkaufsprospekt prognostizierten Auszahlungen kumuliert betrachtet eingehalten hat oder nicht, sind positive wie negative Abweichungen des Ist-Wertes vom Soll-Wert bezüglich der absoluten Werte von bis zu 5% tolerabel.

Die zu der jeweils dargestellten Vermögensanlage angegebene Währung muss mit derjenigen Währung übereinstimmen, die im entsprechenden Verkaufsprospekt bzw. in der Vertriebsunterlage angegeben wird. Ist hiernach eine Fremdwährung anzugeben, kann darüber hinaus auch eine Darstellung in Euro erfolgen, in diesem Fall ist der Währungsumrechnungskurs zum Zeitpunkt der Prospektaufstellung sowie zum Stichtag der Leistungsbilanz anzugeben.

Das Datum des Redaktionsschlusses der Leistungsbilanz sowie der Stichtag, bis zu dem Daten erhoben worden sind und in der Leistungsbilanz verwendet werden, sind anzugeben.

Die Leistungsbilanz muss eine Prüfungsbescheinigung eines Wirtschaftsprüfers/vereidigten Buchprüfers, Steuerberaters oder Rechtsanwaltes enthalten. Die Prüfungsbescheinigung hat Auskunft über Art, Inhalt und Umfang der ihr zu Grunde liegenden Prüfung zu geben. Dies gilt insbesondere für die Prüfung der Zahlen und Daten im Rahmen des Soll-Ist-Vergleichs zu den einzelnen Vermögensanlagen. Die Einschränkung des Umfangs einer Prüfungsbescheinigung ist zu erläutern.

Die Leistungsbilanz soll in digitaler Form bereitgehalten werden.

Darstellungen, in denen wesentliche Elemente der nach diesen Leitlinien erstellten Leistungsbilanz abgebildet werden, ist insbesondere für den Fall, dass diese als Leistungsbilanz bezeichnet werden, ein Hinweis voranzustellen, aus dem hervorgeht, dass es sich nicht um die Leistungsbilanz nach den Vorgaben dieser Leitlinien handle und diese in einer gesonderten Darstellung vorliege. Anzugeben ist, wo die Leistungsbilanz bezogen werden kann.

Leistungsbilanzen, die mindestens nach diesen Leitlinien erstellt sind, dürfen im Fließtext die Bezeichnung „nach VGF-Leitlinien in der Fassung vom 27. Juni 2007, zuletzt geändert am 1.4.2009“ führen.

## I. Teil: Angaben zum Unternehmen bzw. zur Unternehmensgruppe/ Selbstauskunft

1. **Firmenname mit Rechtsform**
2. **Angaben zum Initiator sowie wesentliche Beteiligungsgesellschaften mit operativer Funktion zum Fondsgeschäft (sog. Leitgesellschaften)**  
Anzugeben sind jeweils die Postanschrift des Gesellschaftssitzes sowie des Verwaltungssitzes falls abweichend von Gesellschaftssitz.

Analog § 5 AktG bzw. § 4a GmbHG ist Sitz der Gesellschaft der in der Satzung angegebene. In der Regel ist dies der Ort, an dem die Gesellschaft einen Betrieb hat, oder an dem sich die Geschäftsleitung befindet oder die Verwaltung geführt wird.

3. **Registergericht und Handelsregisternummer**  
Die Vorlage eines Handelsregisterauszuges ist nicht erforderlich. Über die HR-Nummer besteht die Möglichkeit, einen Registerauszug zu beziehen. Insbesondere nach Umstellung der Handelsregister auf elektronische Verwaltung wird der Zugriff auf Registerinformation leichter.
4. **Gründungsjahr / Unternehmenshistorie**  
Wesentliche Veränderungen oder Umstrukturierungen innerhalb des Unternehmens sind zu dokumentieren. Dies gilt auch für verbundene Unternehmen (Unternehmensgruppe), soweit diese ebenfalls geschlossene Fonds als Vermögensanlagen anbieten. Zu den wesentlichen Änderungen oder Umstrukturierungen gehört insbesondere der Wechsel des Managements, die Umbenennung des Unternehmens bzw. der Unternehmensgruppe sowie der Erwerb oder die Veräußerung von bzw. die Fusion mit anderen Emissionshäusern.

Über Emissionshäuser, die durch das Unternehmen erworben wurden bzw. mit diesem fusioniert sind, sind auch die Informationen nach den Punkten 1. bis 3. sowie 5. bis 10. anzugeben. Auf die Angabe dieser Informationen kann verzichtet werden, sofern diese jeweils Gegenstand einer gesonderten, nach diesen Leitlinien erstellten Leistungsbilanz sind und auf diese und deren Bezugsmöglichkeit an hervorgehobener Stelle hingewiesen wird.

- 5. Auflistung aller Gesellschafter, die zu mindestens mit 5% am Unternehmen beteiligt sind**  
Zu nennen sind die Gesellschafter, die analog §§ 21 Abs. 1, 22 WpHG mehr als 5% der Stimmrechte innehaben. Stille Beteiligungen sind nicht aufzuführen.
- 6. Unternehmensgegenstand**  
Der Unternehmensgegenstand kann so angegeben werden, wie er im Handelsregister eingetragen ist.
- 7. Namen und – falls abweichend vom Initiator – Geschäftssitz/Dienstort der Geschäftsführer/Vorstände mit wesentlichen Angaben zum Werdegang und Branchenzugehörigkeit**  
Angaben zu Werdegang und Branchenzugehörigkeit, soweit dies für die jetzige Funktion von Relevanz und/oder für die zu treffende Einschätzung ihrer fachlichen und/oder persönlichen Qualifikation von Bedeutung ist. Auf die Angabe von Vertretungsbefugnissen kann analog §§ 10, 282 AktG, § 8 GmbHG verzichtet werden.
- 8. Höhe des Stammkapitals**
- 9. Anzahl der an den angebotenen Vermögensanlagen insgesamt beteiligten Anleger**  
Zu nennen ist die ungefähre Gesamtanzahl der an allen angebotenen Vermögensanlagen beteiligten Anleger.
- 10. Angaben über Zweitmarktaktivitäten**  
Sofern das Unternehmen Zweitmarktumsätze erzielt, sollen in der Leistungsbilanz über Ablauf, Verortung und Art des Zweitmarkthandels sowie die Umsatzhöhe informiert werden. Erzielte Preise und Anzahl der veräußerten Anteile können angegeben werden.

## II. Teil: Angaben zu den angebotenen Vermögensanlagen

### 1. Darstellung laufende Fonds

Es sind die auf dem freien Kapitalmarkt in der Vergangenheit öffentlich angebotenen Emissionen (Fonds sowie ggf. andere Vermögensanlagen) seit Aufnahme der Geschäftstätigkeit durch das Unternehmen bzw. mit diesem verbundene Unternehmen (Unternehmensgruppe) nach den nachfolgenden Maßgaben aufzuführen. Zu den in der Vergangenheit öffentlich angebotenen Vermögensanlagen gehören auch die Vermögensanlagen von Emissionshäusern, die durch das Unternehmen (nach Umbenennung) weitergeführt werden bzw. die das Unternehmen erworben hat oder mit denen das Unternehmen fusioniert ist. Dies gilt nicht, sofern diese in einer gesonderten nach diesen Leitlinien erstellten Leistungsbilanz dargestellt werden und auf diese und deren Bezugsmöglichkeit an hervorgehobener Stelle hingewiesen wird.

Angebote, die unter die Ausnahmetatbestände des § 8f Abs. 2 VerkProspG fallen, müssen nicht dargestellt werden. Werden diese jedoch dargestellt, so sind sämtliche dieser Angebote vollständig darzustellen, es sei denn, dass die beteiligten Investoren der Darstellung widersprechen. Im letzteren Fall muss zumindest die Anzahl der nicht dargestellten Angebote genannt werden.

#### 1.1. Angaben zum Fonds

##### 1.1.1. Firmenname und Rechtsform (ohne HR-Nummer)

Anzugeben ist sowohl die Bezeichnung, unter der der Fonds am freien Kapitalmarkt angeboten wurde, als auch die Firma, unter der die Fondsgesellschaft im Handelsregister eingetragen ist. Wiederholen sich Firmenname oder Teile des Firmennamens (z.B. die Rechtsform), genügt die einmalige Nennung des Firmennamens oder der Teile des Firmennamens, sofern auf die Wiederholung entsprechend hingewiesen wird (z.B. „Alle im Folgenden genannten Fondsgesellschaften sind in der Rechtsform der GmbH & Co.KG ausgestaltet. Dort wo eine andere Rechtsform gewählt wurde, wird gesondert darauf hingewiesen.“)

##### 1.1.2. Emissionsjahr

Jahr, in dem der Fonds erstmals am freien Kapitalmarkt öffentlich zur Beteiligung angeboten wurde, in der Regel das Jahr des ersten öffentlichen Angebots gemäß dem VerkProspG.

#### **1.1.3. Komplementär/ Fondsverwalter/ Treuhänder**

Anzugeben ist jeweils die Firma und der Sitz des Komplementärs, Fondsverwalters und Treuhänders. Fondsverwalter ist diejenige Firma, welche die kaufmännische Leitung des Fonds innehat (z.B. bei Immobilien der Komplementär, bei Schiffen der Reeder). Die Anzahl der an dem Fonds beteiligten Anleger kann angegeben werden.

#### **1.1.4. Garantiegeber**

Es sind die prospektierten Garantien sowie die Garantiegeber anzugeben, sofern der Garantiefall eingetreten ist. Zu unterscheiden sind Platzierungsgarantien (1.2.1) sowie Erlöse, die aus Garantien (z.B. Mietgarantien, 1.2.2) stammen.

#### **1.1.5. Investitionsgegenstand und -art**

Die Darstellung der Investitionsgegenstände muss alle Angaben enthalten, die für die Fondsentwicklung von wesentlicher Bedeutung sind. Dies sind grundsätzlich nur solche Angaben, die dem Investitionsgegenstand dauerhaft anhaften. Der notwendige Detaillierungsgrad bestimmt sich im Übrigen nach der anzunehmenden, plausiblen Relevanz und Sensitivität der jeweiligen Angabe für die wirtschaftliche Entwicklung des Gesamtfonds.

#### **1.1.6. Evtl. Rückabwicklung**

Sofern Anleger zu einem öffentlich angebotenen geschlossenen Fonds wirksam beigetreten sind, ihre Einlage geleistet haben und der Fonds hiernach rückabgewickelt wurde, so ist zu dokumentieren, zu welchen Konditionen die Rückabwicklung durchgeführt wurde (z.B. Umfang der Rückzahlung, Ausgleich von Zinsverlusten oder etwaige andere Ausgleichszahlungen). Sonstige Angaben zu Rückabwicklungen, insbesondere die Gründe hierfür, können auch dargestellt werden, wenn die Anleger ihre Einlage noch nicht geleistet haben.

#### **1.2. Soll-/Ist-Vergleich, d.h. erzielte wirtschaftliche Ergebnisse gegenüber Prospektangaben**

Umfang und Art der Darstellung des Soll-/Ist-Vergleichs bestimmt sich danach, welche Phase der Kapitalanlage abgebildet wird. Als Phasen sind zu unterscheiden:

- Investitionsphase
- Bewirtschaftungs-/ Betriebsphase

Die Unterteilung in eine Investitions- bzw. Bewirtschaftungsphase dient der Gliederung der Leistungsbilanz und legt fest, welche Parameter des Soll-Ist-Vergleichs in welcher Phase jeweils mindestens darzustellen sind. Die Phasen können sich zeitlich überschneiden, d.h. einzelne Parameter müssen nicht für beide Phasen getrennt ausgewiesen werden. Es ist z.B. nicht notwendig, einzelne Parameter aus der Bewirtschaftungsphase auch in der Investitionsphase darzustellen, selbst wenn sie zeitlich in der Investitionsphase angefallen bzw. wirksam geworden sind.

Maßgebend für die Soll-Werte sind die Angaben aus dem Prospekt in seiner jüngsten Fassung, d.h. ggf. ergänzt um Nachträge im Sinne des § 11 VerkProspG. Für die Bestimmung der Ist-Werte ist der tatsächlich benötigte Zeitraum bzw. der Zeitpunkt der getätigten Investition maßgeblich.

Ist für einen Investitionsgegenstand - über die bloße Nachtragspflicht im Sinne des § 11 VerkProspG hinaus – mehr als ein Prospekt erstellt und gestattet worden, ist in Bezug auf die Angaben jedes solchen Prospektes ein Soll-/Ist-Vergleich vorzunehmen.

Sofern Soll-Werte nicht ausgewiesen werden können, insbesondere weil sie nicht prospektiert wurden (z.B. bei „Blind-Pool“-Konstruktionen), so sind jedenfalls mindestens die folgenden Ist-Werte in der Betriebsphase zu nennen: Tilgung, steuerliches Ergebnis, Stand Fremdkapital, Auszahlungen. Die Parameter der Investitionsphase sollen, sofern sie vorliegen, vollständig dargestellt werden. Der wesentliche Verlauf der Fondsentwicklung soll bei fehlenden Soll-Werten durch konkrete Erläuterungen im Fließtext beschrieben werden, insbesondere soll dargestellt werden, in welchem Maß die Ziele des Investments erreicht oder noch nicht erreicht wurden.

### **1.2.1. Investitionsphase**

Zeitraum oder Zeitpunkt, in dem prospektgemäß das Eigenkapital der Fondsgesellschaft eingeworben und die Investitionen gemäß Investitionsplan getätigt wurden.

#### **→ Gesamtinvestition**

Summe aller im Investitionsplan vorgesehenen Investitionsbeträge inklusive eines etwaigen Agios. Sofern im Investitionsplan des Prospektes die Verwendung eines Kreditdamnums oder von Zinsvorauszahlungen enthalten sein sollten, sind diese in die Gesamtinvestitionssumme

einzu beziehen. Ein Hinweis darauf kann in den Erläuterungen vorgenommen werden.

→ **Agio**

Anzugeben ist der Gesamtbetrag des anfallenden Agios.

→ **Eigenkapital ohne Agio**

Betrag, der im Finanzierungsplan des Prospektes als von Anlegern einzuwerbendes Kapital ausgewiesen ist. Sofern planmäßig eine Refinanzierung aller oder fast aller Einlagen der Anleger erfolgte, ist der Gesamtbetrag ohne das refinanzierte Eigenkapital auszuweisen. Die Höhe des Refinanzierungsbetrags ist in den Erläuterungen zu nennen. Hiervon betroffen sind i. d. R. ältere Fondskonstruktionen, bei denen eine planmäßige Einlagenfremdfinanzierung durchgeführt wurde. Nachträgliche Änderungen des Eigenkapitals (z.B. Kapitalerhöhungen oder Kapitalherabsetzungen) sind in den Ist-Werten anzugeben und zu erläutern.

→ **Platzierungsgarantien**

Soweit Platzierungsgarantien in Anspruch genommen wurden, sind der Garantiegeber und die Höhe der Garantieleistung zu nennen.

→ **Fremdkapital brutto**

Anzugeben ist die Gesamtsumme aller im Finanzierungsplan des Prospektes ausgewiesenen Fremdmittel der Fondsgesellschaft ohne evtl. Refinanzierungsdarlehen für Einlagen der Anleger in der im Prospekt ausgewiesenen Währung des Fonds. Bei der Berechnung der Gesamtsumme sind Fremdwährungsdarlehen mit dem Wechselkurs zum Zeitpunkt der Darlehensvaluierung zu bewerten.

Sofern Fremdmittel in mehreren Währungen aufgenommen wurden, sind diese mit ihren jeweiligen Fremdwährungs-Bruttobeträgen auszuweisen. In den Erläuterungen soll sowohl der jeweilige Wechselkurs zum Zeitpunkt der Darlehensvaluierungen als auch der Wechselkurs zum Stichtag der Leistungsbilanz angegeben werden. Soweit Kreditdamna vereinbart wurden, sind die Fremdmittel mit ihrem Brutto-Wert, d.h. ggf. einschließlich der Kreditdamna auszuweisen.

### 1.2.2. Angaben zur Bewirtschaftungs-/ Betriebsphase

Zeitraum, der sich unmittelbar an die Investition anschließt bis zur Liquidation der Fondsgesellschaft.

Hinsichtlich der Bewirtschaftungs-/Betriebsphase ist der Soll-/Ist-Vergleich für diejenigen Parameter vorzunehmen, die für die Darstellung der Entwicklung des Fonds von wesentlicher Bedeutung sind. Welche Parameter dies im Einzelnen sind, bestimmt sich nach der anzunehmenden, plausiblen Relevanz und Sensitivität des jeweiligen Parameters für die wirtschaftliche Entwicklung des Gesamtfonds. Der Soll-/Ist-Vergleich ist mindestens für die Parameter Erlöse/Einnahmen, Tilgung, Liquiditätsergebnis/Betriebsergebnis, Auszahlungen, Ausgaben, Liquiditätsreserve, Stand des Fremdkapitals und steuerliches Ergebnis darzustellen (Siehe im Einzelnen unten). Für Blind-Pool-Fonds gelten die unter 1.2. genannten Ausnahmen.

#### → **Berichtsjahr Soll / Ist**

Es sind - soweit vorhanden - die Soll-Werte gemäß Prospekt den tatsächlich erzielten Ist-Werten jeweils für das aktuelle Berichtsjahr gegenüberzustellen. Dies gilt für den Soll-Wert nicht, sofern der Prognosezeitraum gemäß Prospekt bereits abgelaufen ist.

#### → **Kumulierte Werte Soll/Ist**

Anzugeben sind die kumulierten Soll-Werte gem. Prospekt sowie die kumulierten Ist-Werte jeweils seit Emission bis zum 31.12. des Berichtsjahres der Leistungsbilanz, soweit diese nicht planmäßig im Investitionsplan enthalten waren bzw. diesem zugerechnet und dort ausgewiesen werden. Der Soll-Wert für das Berichtsjahr ist auch in dem kumulierten Soll-Wert enthalten.

Sofern der im jeweiligen Berichtsjahr betrachtete Zeitraum über denjenigen Zeitraum hinausgeht, für den in der Prospektprognose Soll-Werte ausgewiesen werden, ist in einer Fußnote zum Soll-/Ist-Vergleich hierauf entsprechend hinzuweisen.

#### → **Einnahmen / Erlöse**

Darzustellen in der Soll-Ist-Gegenüberstellung sind die Einnahmen / Erlöse. Sofern für die Soll-Ist-Gegenüberstellung jeweils die Erlöse einschließlich eventuell in Anspruch genommener Garantien ausgewiesen werden, sind die tatsächlich erwirtschafteten Erlöse, d.h. ohne Garantiezahlungen, zumindest außerhalb der Soll-Ist-Gegenüberstellung gesondert zu erläutern.

Verstößt die Angabe der Erlöse gegen geltendes Recht wie Datenschutzbestimmungen oder gegen vertragliche Vereinbarungen (z.B. die Erlöse generieren sich aus den Mietzahlungen nur eines Mieters, die aber nicht bekannt gegeben werden dürfen), so darf auf die Angabe der Erlöse verzichtet werden. Die Gründe des Verzichtes sind anzugeben.

→ **Tilgung**

Anzugeben ist die Summe aller Tilgungsleistungen auf die Fremdmittel der Fondsgesellschaft. Sofern Revalutierungen oder zusätzliche Fremdmittel aufgenommen wurden, sind diese als negative Tilgung einzubeziehen.

→ **Liquiditätsergebnis / Betriebsergebnis**

Anzugeben ist wahlweise das Liquiditätsergebnis oder das Betriebsergebnis, aus dem sich ergibt, ob die Auszahlungen erwirtschaftet wurden.

Das Liquiditätsergebnis ist die Summe sämtlicher Erlöse / Einnahmen einschließlich etwaiger Garantiezahlungen abzüglich aller Ausgaben, wobei auch die Tilgung in Abzug zu bringen ist. Alternativ kann auch das Betriebsergebnis, also ohne Abzug der Tilgungen, angegeben werden.

→ **Auszahlungen absoluter Betrag / in % des Eigenkapitals ohne Agio**

Anzugeben sind Auszahlungen, die an die Anleger vorgenommen wurden. Der Ausweis soll sowohl als absoluter Zahlbetrag in der prospektierten Währung als auch in Prozent bezogen auf das Eigenkapital ohne Agio erfolgen. Sofern Nachschüsse von Anlegern geleistet werden mussten, sind diese als negative Auszahlungen einzubeziehen. Im Falle einer planmäßigen Refinanzierung der Einlagen der Anleger müssen die Auszahlungen auf das Eigenkapital abzgl. der Refinanzierungssumme (vgl. Eigenkapital ohne Agio) bezogen werden.

→ **Ausgaben ohne Tilgung**

Summe aller Ausgaben ohne Tilgungsleistungen für Fremdmittel. Auszahlungen sind nicht einzubeziehen. In den Erläuterungen kann angegeben werden, wie hoch Zinszahlungen für das Fremdkapital waren.

→ **Liquiditätsreserve**

Stand der Liquidität der Fondsgesellschaft zum Leistungsbilanzstichtag. Einzubeziehen sind alle frei verfügbaren Guthaben und leicht liquidierbaren Kapitalanlagen, soweit diese nicht eigenständige langfristige Investitionsgegenstände gemäß Investitionsplan im Prospekt sind (wie z.B. Wertpapierdepots als Investitionsgegenstand). Instandhaltungsrücklagen und kurzfristige Forderungen bis zu einem Jahr sind ebenfalls einzubeziehen. In Anspruch genommene Kontokorrentkredite u.ä. kurzfristige Fremdmittel sind als negative Liquidität einzubeziehen. Auszahlungen, die abweichend von der Prospektierung nicht ausgezahlt wurden oder die für das Jahr, das dem Jahr der Darstellung folgt, vorgesehen sind, dürfen nicht in die Liquiditätsreserve mit eingerechnet werden. Der sich daraus ergebene Betrag ist entsprechend von dem Betrag der Liquiditätsreserve abzuziehen.

→ **Stand des Fremdkapitals**

Gesamtsumme aller langfristigen Fremdmittel zum Rückzahlungsbetrag zum Stichtag der Leistungsbilanz in der Währung des Fonds. Soweit Fremdmittel in verschiedenen Währungen aufgenommen worden sind, sind diese auch mit ihren jeweiligen Fremdwährungsbeträgen auszuweisen. Die Wechselkurse und Euro-Äquivalente zum Leistungsbilanzstichtag können in den Erläuterungen angegeben werden.

→ **Steuerliches Ergebnis**

Anzugeben ist das den Anlegern zugewiesene einkommensteuerliche Ergebnis der Fondsgesellschaft. Der Wert ist in Prozent bezogen auf das angegebene Eigenkapital ohne Agio auszuweisen.

2. **Darstellung der innerhalb der letzten zehn Jahre aufgelösten Fonds**  
Darzustellen sind die in den vergangenen zehn Jahren aufgelösten Fonds. Für die Berechnung des Zehn-Jahres-Zeitraumes ist von dem in der Leistungsbilanz dargestellten Jahr auszugehen.
- 2.1 **Erläuterung/Beschreibung Fonds**
- 2.2. **Fondsvolumen in Eigen- und Fremdkapital**
- 2.3. **Ende des Zeichnungszeitraums**  
Anzugeben ist das Jahr, in dem das öffentliche Angebot und die Zeichnung beendet wurden.
- 2.4. **Jahr der Auflösung**  
Weicht das Jahr der Auflösung des Fonds vom Jahr des Objektverkaufs ab, so ist das Jahr des Objektverkaufs gesondert anzugeben.
- 2.5. **Auszahlungen kumuliert Soll-/Ist-Vergleich**  
Anzugeben ist die Summe aller insgesamt vorgesehenen bzw. erfolgten Auszahlungen einschließlich der Auszahlungen für den Verkauf des Objekts bzw. der Objekte. Die Auszahlungen nur für den Verkauf des bzw. der Objekte können darüber hinaus gesondert dargestellt werden.
- 2.6. **Steuerliches Ergebnis**  
Anzugeben ist das den Anlegern zugewiesene einkommenssteuerliche Ergebnis der Fondsgesellschaft. Der Wert ist in Prozent bezogen auf das angegebene Eigenkapital ohne Agio auszuweisen.

**Wie erreiche ich die  
Ombudsstelle Geschlossene Fonds?**

**Postalisch**

Ombudsstelle Geschlossene Fonds e.V.  
Postfach 64 02 22  
10048 Berlin

**Telefonisch**

+49 (0) 30 . 257 616 90

**Per Fax**

+49 (0) 30 . 257 616 91

**Per E-Mail**

[info@ombudsstelle-gfonds.de](mailto:info@ombudsstelle-gfonds.de)

**Im Internet**

[www.ombudsstelle-gfonds.de](http://www.ombudsstelle-gfonds.de)



# OMBUDSSTELLE

Geschlossene Fonds

Gerecht und unabhängig.

## Geleitwort

Das Ombudswesen hat in Europa eine lange Tradition, sie reicht bis in das 19. Jahrhundert zurück. Der Ombudsmann ist ein unabhängiger und neutraler Schlichter. Das Wort leitet sich vom altnordischen *ombud* für ›Vollmacht‹ ab. Die schwedische Form *ombudsman* bedeutet ›Vermittler‹.

Die erste Ombudsstelle in Deutschland wurde durch die Einführung des Wehrbeauftragten (Art. 45b GG) mit Gesetz vom 19. März 1956 (BGBl. I S. 111) eingerichtet. Inzwischen haben sich zahlreiche Unternehmen und Organisationen hierzulande eigene Ombudsstellen gegeben. Sie gehen damit aktiv auf ihre Kunden zu, suchen den Dialog und setzen auf die schnelle und faire Lösung von Schwierigkeiten.

Seit 1998 haben fast 2,9 Millionen Menschen Anteile an geschlossenen Fonds gezeichnet. Insgesamt investierten Anleger allein im Jahr 2007 etwa 12,6 Milliarden Euro in diese Form der Vermögensanlage. Für uns als Verband der Anbieter geschlossener Fonds sind das gute Gründe, eine eigene Ombudsstelle einzurichten.

Der VGF Verband Geschlossene Fonds e.V. repräsentiert mit seinen Mitgliedern derzeit etwa zwei Drittel des Marktes. Die Ombudsstelle steht den Anlegern unserer Mitgliedsunternehmen offen. Mit ihrer Einrichtung setzen wir einen weiteren Mosaikstein in das Gesamtbild von Transparenz und Offenheit, für das der VGF und seine Mitglieder stehen.

Dieser neue Mosaikstein ergänzt die bisherigen Maßnahmen, zu denen sich unsere Mitglieder verpflichtet haben. So erstellen und veröffentlichen alle im Verband vertretenen Unternehmen Leistungsbilanzen nach einheitlichen Leitlinien. Die Leistungsbilanzen unserer Mitglieder finden Sie auch im Internet unter [www.leistungsbilanzportal.de](http://www.leistungsbilanzportal.de). Weiter lassen die im VGF organisierten Häuser die Ver-

kaufsprospekte ihrer Fonds nicht nur, wie gesetzlich vorgeschrieben, formell von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) prüfen, sondern darüber hinaus auch inhaltlich von unabhängigen Wirtschaftsprüfern.

Fonds von hoher Qualität, gute Investments für unsere Anleger – das ist unser Anspruch. Daran wollen wir uns messen lassen. Kommt es doch einmal zu Schwierigkeiten mit einer Beteiligung, steht Ihnen dafür künftig die Ombudsstelle zur Verfügung. Als unabhängige Stelle, die Ihnen schnell, fair, unbürokratisch und kostenfrei hilft.



Dr. Joachim Seeler

Vorstandsvorsitzender des VGF Verband Geschlossene Fonds e.V.

## Die Ombudsfrau Geschlossene Fonds

**Dr. Inga Schmidt-Syaßen** ist seit Anfang des Jahres 2008 die Ombudsfrau für Geschlossene Fonds. In ihrer Funktion als unabhängige Schlichterin von Streitfragen im Zusammenhang mit Beteiligungen an geschlossenen Fonds greift Frau Dr. Schmidt-Syaßen auf mehr als 35 Jahre Erfahrung als Richterin zurück.

Ihre juristische Laufbahn begann 1972 am Landgericht in Bonn. 1973 promovierte sie »Zur Wechselwirkung von Wirtschaftsrecht und bürgerlichem Recht bei der Konkretisierung von freiheitsbeschränkenden Generalklauseln, dargestellt anhand der Entwicklung und Dogmatik des § 826 BGB und § 26 II GWB«. Nur fünf Jahre später – 1978 – führte ihr Weg sie ans Landgericht Hamburg, wo sie bis 1987 in verschiedenen Zivilkammern tätig war. Anschließend wurde sie Vorsitzende Richterin am Landgericht und übernahm 1992 den Vorsitz einer Kammer für Handelssachen. Von 1995 bis zu ihrer Pensionierung im Mai 2007 war Dr. Inga Schmidt-Syaßen Vorsitzende des Seerechtssenats des Hanseatischen

Oberlandesgerichtes. Im Zentrum ihrer Arbeit stand die Rechtsprechung in Fragen des Handels-, Schifffahrts- und Transportrechts.

2005 wurde Dr. Inga Schmidt-Syaßen als erste Richterin überhaupt mit dem Emil-von-Sauer-Preis geehrt, mit dem der Hamburgische Anwaltverein seit 1973 herausragende juristische Persönlichkeiten auszeichnet.

Frau Dr. Schmidt-Syaßen war bis 2007 Vorsitzende des Hamburgischen Richtervereins. Sie ist außerdem Vorsitzende der Deutsch-Britischen Juristenvereinigung, Vorsitzende des Deutschen Vereins für internationales Seerecht und Präsidentin des Kirchengerichts der Nordelbischen Evangelisch-Lutherischen Kirche.

Frau Dr. Schmidt-Syaßen ist verheiratet, hat 2 Töchter und 4 Enkelkinder. Sie lebt mit ihrem Mann in Hamburg.



## Die Ombudsstelle

Die **Ombudsstelle Geschlossene Fonds** ist die zentrale Anlaufstelle für Beschwerden im Zusammenhang mit Beteiligungen an geschlossenen Fonds.

Sie ist eine unabhängige Instanz zur außergerichtlichen Schlichtung von individuellen Streitfällen zwischen Anlegern und ihren Vertragspartnern (Initiator, Treuhänder, Emittent) im Zusammenhang mit ihrer Beteiligung an einem geschlossenen Fonds. Hier können Meinungsverschiedenheiten schnell und unbürokratisch beigelegt werden. Die Ombudsfrau genießt richterliche Unabhängigkeit und ist weder an Weisungen des Vorstands noch an Weisungen eines Mitglieds oder der Geschäftsstelle des Vereins Ombudsstelle Geschlossene Fonds e.V. gebunden.

Die Ombudsstelle gibt Informationen zum Ombudsverfahren heraus, nimmt Beschwerden von Anlegern auf und leitet diese an die Ombudsfrau und die betroffenen Unternehmen weiter.

Die Einrichtung der Ombudsstelle Geschlossene Fonds geht auf eine Initiative des VGF Verband Geschlossene Fonds e.V. und seiner Mitgliedsunternehmen zurück. Sie hat ihre Arbeit zum 1. März 2008 aufgenommen.

## Aufgaben der Ombudsstelle

Die Ombudsstelle Geschlossene Fonds übernimmt alle mit einem Ombudsverfahren verbundenen organisatorischen und administrativen Aufgaben. Mit der juristischen Prüfung der Beschwerden ist sie nicht befasst. Diese Aufgabe obliegt allein der Ombudsfrau.

Sitz der Ombudsstelle ist Invalidenstraße 35, 10115 Berlin.

## Die Geschäftsführung der Ombudsstelle

Geschäftsführerin der Ombudsstelle ist Rechtsanwältin Dr. Ulrike Busse. Neben ihrer Tätigkeit als Leiterin der Ombudsstelle ist Frau Dr. Busse auch als Referentin Recht in der Geschäftsstelle des VGF Verband Geschlossene Fonds e.V. und als Rechtsanwältin in einer Berliner Anwaltskanzlei tätig.

## Das Ombudsverfahren

Anleger geschlossener Fonds können sich an die Ombudsstelle wenden, wenn sie der Auffassung sind, im Zusammenhang mit ihrer Beteiligung einen Nachteil erlitten zu haben.

Dabei gibt ihnen das Ombudsverfahren die Möglichkeit der objektiven und unbürokratischen Schlichtung individueller Streitfälle. Ziel des Verfahrens ist der Interessenausgleich zwischen den Beteiligten. Für den Anleger ist das Verfahren kostenlos, er trägt lediglich die ihm selbst entstehenden Kosten (z.B. für Porto und Telefon). Es ist außerdem risikofrei – auch nach Abschluss eines Ombudsverfahrens kann sich der Anleger noch an die Gerichtsbarkeit wenden. Er verliert durch das Ombudsverfahren seine juristischen Ansprüche nicht, denn während des Verfahrens gilt die Verjährung seiner Ansprüche gegen den Beschwerdegegner als gehemmt.

Voraussetzung für das Verfahren ist, dass der betreffende Fonds von einem Mitgliedsunternehmen des Vereins Ombudsstelle Geschlossene Fonds e.V. aufgelegt wurde. Eine Übersicht der Mitgliedsunternehmen ist im Internet unter [www.ombudsstelle-gfonds.de](http://www.ombudsstelle-gfonds.de) zu finden.

## Kontaktaufnahme

Um ein Ombudsverfahren einzuleiten, wendet sich der Anleger zunächst schriftlich an die Ombudsstelle Geschlossene Fonds. Dies kann über das Kontaktformular auf den Internetseiten der Ombudsstelle [www.ombudsstelle-gfonds.de](http://www.ombudsstelle-gfonds.de), postalisch oder per Fax erfolgen. Die bloße telefonische Kontaktaufnahme reicht nicht aus. Der Anleger sollte seiner schriftlichen Beschwerde bereits die für den Streitfall relevanten Dokumente beifügen. Er muss außerdem versichern, dass in der Streitigkeit bisher weder ein Gericht noch eine Schlichtungsstelle angerufen wurde. Auch darf in der Sache nicht bereits ein außergerichtlicher Vergleich geschlossen worden sein.

## Zuständigkeit der Ombudsstelle

Die Ombudsstelle bestätigt dem Anleger den Eingang seiner Beschwerde und prüft im Anschluss daran ihre Zuständigkeit. Diese ist gegeben, wenn die Beschwerde durch den Vertragspartner selbst – also den Anleger – erfolgt und der Beschwerdegegner ein Mitgliedsunternehmen des Vereins Ombudsstelle Geschlossene Fonds e.V. ist oder sich dem Ombudsverfahren schriftlich angeschlossen hat.

## Früher Einigungsversuch

Nach Eingang der Beschwerde bemüht sich die Ombudsstelle zunächst um eine frühe Einigung. Zu diesem Zweck leitet die Ombudsstelle die Beschwerde an das betroffene Unternehmen weiter, das dann Gelegenheit hat, sich dazu zu äußern und der Beschwerde gegebenenfalls abzuhelpfen. Sollte dieser Versuch scheitern, wird das Ombudsverfahren eingeleitet.

## Einleitung des Ombudsverfahrens

Nach Einleitung des Ombudsverfahrens setzt die Ombudsstelle die Ombudsfrau von der Beschwerde in Kenntnis. Gleichzeitig werden die beteiligten Parteien schriftlich über die Weiterleitung an die Ombudsfrau informiert.

Anschließend prüft die Ombudsfrau die Zulässigkeit des Verfahrens.

## Prüfung der Zulässigkeit

Für die Zulässigkeit des Ombudsverfahrens müssen die folgenden Bedingungen erfüllt sein:

- Es handelt sich um einen nach der Verfahrensordnung zulässigen Verfahrensgegenstand. Nicht zulässig sind z.B. Beschwerden gegen reine Managemententscheidungen oder Beschwerden gegen Gesellschafterbeschlüsse der Fondsgesellschaften.
- In dem Streitfall wurde noch kein Gericht angerufen.
- Es wurde in der Streitfrage noch kein außergerichtlicher Vergleich abgeschlossen.
- Es wurde oder wird nicht bereits ein Schlichtungsversuch durchgeführt.
- Der geltend gemachte Anspruch darf nicht bereits verjährt sein.

Darüber hinaus muss die Ombudsfrau die Schlichtung des Streitfalls ablehnen, wenn diese die Klärung einer grundsätzlichen Rechtsfrage beeinträchtigen würde. Dies gilt auch, wenn zu erwarten ist, dass wegen einer Vielzahl gleich gelagerter Fälle in Bezug auf einen Emittenten Beschwerden eingereicht werden. Man spricht dann von einem sogenannten Musterfall. Diese Fälle sollen der ordentlichen Gerichtsbarkeit vorbehalten bleiben.

Die Ombudsfrau wird die Schlichtung außerdem ablehnen, wenn Beweisschwierigkeiten bestehen, denn sie führt selbst keine Beweisaufnahme durch. Davon ausgenommen sind Beweise, die durch die Vorlage von Urkunden angetreten werden können.

## **Juristische Prüfung nach Recht und Gesetz**

Ist die Beschwerde zulässig, hat der Beschwerdegegner Gelegenheit, binnen vier Wochen eine Stellungnahme zum Fall abzugeben.

Führt die Stellungnahme zur Abhilfe der Beschwerde oder zu einer Einigung, wird das Verfahren für erledigt erklärt. Verstreicht die Frist oder wird keine Einigung erzielt, nimmt die Ombudsfrau eine sorgfältige Prüfung des Falles nach Recht und Gesetz vor.

## **Schlichtungsspruch**

Als Ergebnis der Prüfung erlässt die Ombudsfrau einen Schlichtungsspruch, über den sie die Beschwerdeparteien schriftlich informiert. Dabei begründet sie ihre Entscheidung.

## **Alternativen zum Schlichtungsspruch**

Nicht jedes Ombudsverfahren endet mit einem Schlichtungsspruch. Es kann auch sein, dass sich die Beschwerdegegner noch während des Verfahrens einigen und einen Vergleich miteinander schließen. Dann beendet die Ombudsfrau Ihre Prüfung und das Verfahren, ohne einen Schlichtungsspruch auszusprechen.

Wenn sich im Laufe der juristischen Prüfung Beweisschwierigkeiten ergeben, die Ombudsfrau zu der Einschätzung gelangt, dass eine grundsätzliche Rechtsfrage betroffen ist, oder ein Musterfall vorliegt, wird die Ombudsfrau auf den Rechtsweg verweisen und das Verfahren abschließen.

## **Bindungskraft des Schlichtungsspruchs**

Bis zu einem Beschwerdegegenstand von 5.000 Euro ist der Spruch der Ombudsfrau für das Mitgliedsunternehmen bzw. das angeschlossene Unternehmen bindend. Dies gilt jedoch nicht für den Anleger. Ist er mit der Entscheidung der Ombudsfrau nicht einverstanden, kann er auch nach einem Schlichtungsspruch sein Anliegen vor Gericht weiterverfolgen. Liegt der Streitwert über 5.000 Euro, ist der Schlichtungsspruch der Ombudsfrau eine Empfehlung für beide Seiten.

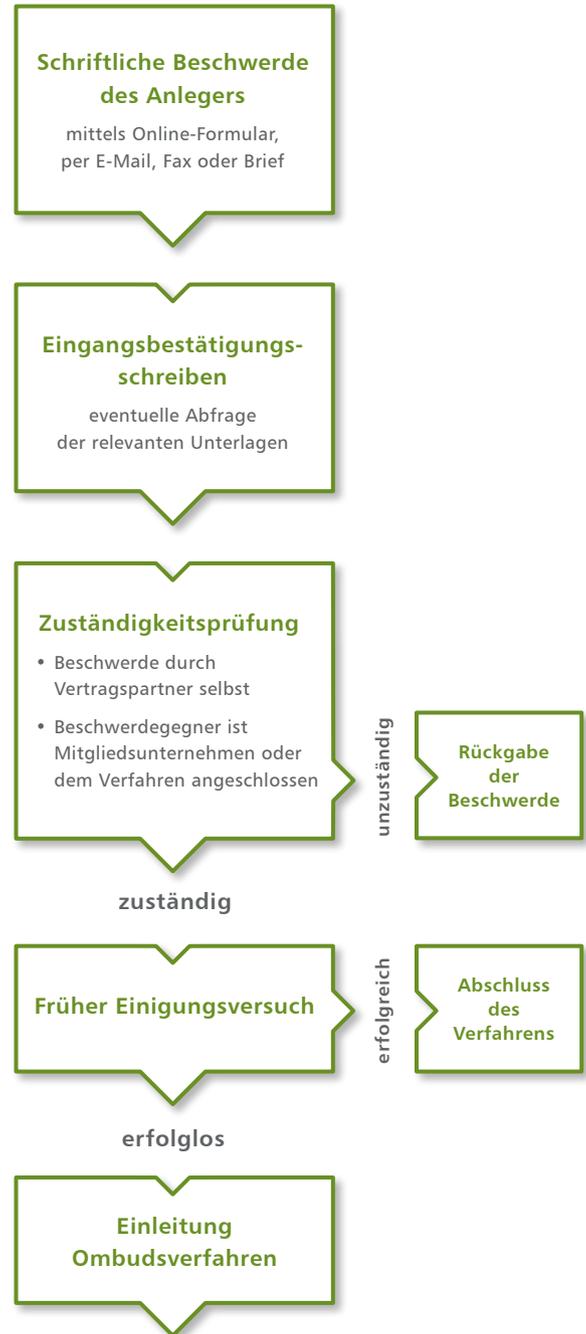
## **Vertraulichkeit**

Alle Beschwerden, die Anleger an die Ombudsstelle Geschlossene Fonds richten, werden vertraulich behandelt. Wenn im jährlichen Tätigkeitsbericht über Schlichtungsfälle berichtet wird, geschieht dies ausschließlich in anonymisierter Form.

## Ablaufschema des Ombudsverfahrens

Die Schaubilder auf den folgenden Seiten veranschaulichen noch einmal den Ablauf des Ombudsverfahrens vom Eingang der Beschwerde bis zum Abschluss des Verfahrens. Die Grafik verdeutlicht außerdem, wie sich die Tätigkeiten zwischen Ombudsstelle und Ombudsfrau aufteilen.

Dr. Inga Schmidt-Syaßen und Dr. Ulrike Busse





Ausführlichere Informationen zu Voraussetzungen und Ablauf des Verfahrens finden Sie in der Verfahrensordnung der Ombudsstelle Geschlossene Fonds und im Internet unter [www.ombudsstelle-gfonds.de](http://www.ombudsstelle-gfonds.de). Die Verfahrensordnung können Sie im Internet einsehen und herunterladen oder direkt bei der Ombudsstelle anfordern.

#### Impressum

Redaktion: Dr. Ulrike Busse

Konzept und Gestaltung: Tim Hagedorn

Herstellung: Lochmann Grafische Produktion GmbH

Berlin, Februar 2008

## - Eckpunktepapier zur Regulierung geschlossener Fonds -

1.	Einführung .....	1
2.	Ausgangslage.....	2
3.	Eckpunkte .....	3
	a. Bezogen auf Anbieter, Fondsmanagement, Treuhänder und Produkt ..	3
	aa. Anbieter .....	3
	bb. Fondsmanagement, Treuhänder .....	4
	cc. Produkt.....	4
	b. Bezogen auf Vertriebe geschlossener Fonds .....	5
4.	Regelungsrahmen .....	6

### 1. Einführung

Geschlossene Fonds sind eine seit Jahrzehnten etablierte und vor allem in Deutschland verbreitete Form einer besonders transparenten Vermögensanlage. Allein in 2008 investierten geschlossene Fonds der relevanten Anbieter rund 15,4 Mrd. EUR u.a. in die Bereiche Immobilien, Schifffahrt, Luftfahrt, Erneuerbare Energien, Unternehmensbeteiligungen (Private Equity) und Infrastrukturprojekte der öffentlichen Hand. In 2008 verwalteten die Anbieter geschlossener Fonds Assets im Wert von mehr als 142 Mrd. EUR. Über die Investitionen geschlossener Fonds werden zehntausende Arbeitsplätze in den genannten Investitionsbranchen sowie in der Unternehmensberatungs- und Wirtschaftsprüferbranche gesichert.

Geschlossene Fonds bündeln als Kapitalsammelstellen das Kapital mehrerer Anleger, um gemeinsam ein Wirtschaftsgut zu finanzieren, das einzelne Anleger nicht finanzieren können. Sie bieten Privatanlegern die Möglichkeit der Teilhabe an großen Investitionsvorhaben. Die durchschnittliche Beteiligungssumme lag in 2008 bei rund 26.000 EUR.

Im Gegensatz zu Aktien oder offenen Fonds geht es bei geschlossenen Fonds nicht um die Finanzierung eines zeitlich unbegrenzten und unbestimmten Vorhabens. Im Zentrum des Geschäftsmodells der geschlossenen Fonds steht typischerweise eine projekt- und objektbezogene, zeitlich befristete Investition überwiegend in Sachwerte.

Geschlossene Fonds sind im Regelfall als GmbH & Co. KG organisiert. Mit dem Erwerb seiner Beteiligung wird der Anleger steuerlich und haftungsrechtlich zum Kommanditgesellschafter und Mitunternehmer. Geschlossene Fonds unterliegen somit den Regelungen von HGB und GmbH-Gesetz.

An einem geschlossenen Fonds beteiligen sich nicht selten mehr als tausend Anleger. Um den Verwaltungsaufwand zu begrenzen, beteiligen sich die Anleger in der Regel über einen Treuhänder, der ihre Gesellschafterrechte grundsätzlich weisungsgebunden ausübt, sofern sie dies nicht - z.B. in einer Gesellschafterversammlung - persönlich tun.

Geschlossene Fonds werden von Anbietern, den Emissionshäusern, konzipiert und gestaltet. Diese vertreiben in der Regel die Produkte nicht selbst an den Anleger. Der Anbieter übernimmt die Verantwortung für den Inhalt des Prospekts. Der Vertrieb eines geschlossenen Fonds an seine Anleger erfolgt über Banken oder freie Vertriebe. Der Anteil der Banken am Vertrieb lag in den letzten Jahren bei 40-70 %.

Die Übertragung von Anteilen an geschlossenen Fonds ist regelmäßig aufwendig und nur in engen Grenzen möglich. Erforderlich ist der Abschluss eines schriftlichen Übertragungsvertrages, die Zustimmung der Fondsgesellschaft sowie ggfls. die Eintragung ins Handelsregister. Damit unterscheiden sich geschlossene Fonds maßgeblich von Wertpapieren, die über Wertpapierbörsen in Sekundenschnelle und ohne Hindernisse übertragen werden können. Die bestehenden Einrichtungen zum Handel von Anteilen an geschlossenen Fonds, seien sie unabhängig (z.B. Fondsbörse Beteiligungsmakler Deutschland oder Deutsche Zweitmarkt AG) oder von Emissionshäusern errichtet, sind mit Aktienbörsen nicht vergleichbar.

Geschlossene Fonds unterliegen schon heute staatlicher Aufsicht. Mit dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) wurde zum 1. Juli 2005 eine Prospektspflicht für geschlossene Fonds eingeführt. Die Prospekte werden von der BaFin formell geprüft und deren Veröffentlichung gestattet.

## 2. Ausgangslage

Die Mitglieder des VGF Verband Geschlossene Fonds e.V. haben neben den bestehenden o.g. gesetzlichen Regelungen in den vergangenen drei Jahren ihrerseits ergänzende Maßnahmen ergriffen, um die Qualität der Anbieter geschlossener Fonds sowie des Produktes selbst fortlaufend zu verbessern.

Hierzu gehören:

- VGF-Leistungsbilanzstandard: Branchenweit angewandter, assetklassen-übergreifender, einheitlicher Publizitätsstandard zur Darstellung der Performance von geschlossenen Fonds,
- Verpflichtung zur materiellen Prospektprüfung nach dem S4-Standard des Instituts der Deutschen Wirtschaftsprüfer (IDW) für Verbandsmitglieder,
- Einrichtung einer unabhängigen Ombudsstelle für Anleger geschlossener Fonds von VGF-Mitgliedern.

Wir unterstützen politische Aktivitäten zur Regulierung der Branche der geschlossenen Fonds, weil durch wirkungsvolle gesetzgeberische Maßnahmen ein einheitlicher Ordnungsrahmen für das Anbieten geschlossener Fonds geschaffen werden kann. Dieser Ordnungsrahmen bedeutet Rechtssicherheit sowohl für Anleger als auch für Anbieter geschlossener Fonds und deren Mitarbeiter.

Ziel ist, mit den Vorschlägen aus diesem Eckpunktepapier auf der Basis der bestehenden Branchenstandards die Diskussion über gesetzliche Qualitätsstandards für Anbieter, Vertriebe und Produkte zu begleiten. Daran ist die Erwartung geknüpft, den bestehenden Anlegerschutz weiter zu verbessern.

### 3. Eckpunkte

Der rechtliche Rahmen geschlossener Fonds ist derzeit geprägt durch das Verkaufsprospektgesetz (VerkProspG), die Verkaufsprospektverordnung (VerkProspVO) und Rechtsfortbildungen durch die Gerichte. Zur Schaffung eines verlässlichen rechtlichen Rahmens wird eine spezialgesetzliche Regelung vorgeschlagen. Diese sollte alle gesetzlichen Regelungen sowie Rechtsgrundsätze aus der richterlichen Rechtsfortbildung bündeln und zu einem Ganzen zusammenzuführen.

#### a. Bezogen auf Anbieter, Fondsmanagement, Treuhänder und Produkt

##### aa. Anbieter

Das öffentliche Anbieten von prospektpflichtigen Vermögensanlagen im Sinne des VerkProspG wird zulassungspflichtig. Im Rahmen der Zulassung sind folgende Anforderungen und Bedingungen vom Anbieter zu erfüllen bzw. nachzuweisen:

- Nachweis der persönlichen Zuverlässigkeit und fachlichen Eignung der Geschäftsführung sowie der Zuverlässigkeit der Inhaber bedeutender Beteiligungen

- Nachweis einer Eigenkapitalausstattung in Höhe von mindestens 300.000 EUR
- Jährliche Hinterlegung eines geprüften Jahresabschlusses (einschl. Lagebericht und Prüfungsbericht) bei der BaFin
- Informations- und Auskunftsrechte der BaFin

#### **bb. Fondsmanagement, Treuhänder**

Neben die gesetzlichen Regelungen sollen weitere Selbstverpflichtungen der Branche treten, mit denen die Wahrung der Anlegerbelange im Verhältnis zur Fondsgesellschaft und damit gegenüber dem Fondsmanagement weiter gestärkt wird. Hierzu gehört aus unserer Sicht, im Rahmen einer guten Corporate Governance die Anforderungen an die Qualifikation der verantwortlichen Geschäftsführung des Fondsmanagements und des Treuhänders festzulegen. Weiter sind Standards für einen Interessen ausgleichenden Gesellschaftsvertrag sowie die Gewähr für die prospektgemäße Verwendung der Anlegergelder festzulegen. Hierfür wird sich der Verband einsetzen und Vorschläge erarbeiten.

#### **cc. Produkt**

Die Anforderungen aus dem VerkProspG und der VerkProspVO führen heute dazu, dass Prospekte inhaltlich sehr umfangreich sind. Nicht selten haben Verkaufsprospekte einen Umfang von 120 Seiten DIN-A4 und mehr. Die Erfahrung zeigt, dass Anleger diese Information aufgrund ihres Umfangs häufig nicht lesen. Dies sollte bei gleichzeitiger Ausweitung der inhaltlichen Kontrolle geändert werden. Mit den Vorschlägen verbunden ist die Erwartung, im Vertrieb zu verständlichen, kompakten Informationen für den Anleger zurückkehren zu können.

#### **Im Einzelnen:**

- Einführung einer Pflicht für die Anbieter geschlossener Fonds zur materiellen Prüfung eines Verkaufsprospektes nach IDW S4-Standard. Neben dem durch die BaFin gestatteten Verkaufsprospekt sollte auch das S4-Prüfungsgutachten bei der BaFin hinterlegt werden, wo die Unterlagen dann für interessierte Dritte zum elektronischen Abruf bereit gehalten werden.
- Soweit die vorstehende Regelungen nicht umgesetzt werden können, zumindest Anhebung des Prüfungsumfanges der BaFin durch Einführung einer Kohärenzprüfung (Prüfung auf Schlüssigkeit und Widerspruchsfreiheit) neben der bisherigen formellen Prüfung

- Im Falle der Pflicht zur IDW S4-Prüfung: Gesetzliche Haftungsbegrenzung von Wirtschaftsprüfern im Rahmen der IDW S4-Prospektprüfung und Verfügbarkeit der S4-Gutachten zur Information von Anlegern im Vertrieb
- Überprüfung der geltenden Regelungen des VerkProspG unter Berücksichtigung der Informationsbelange von Anlegern, der Erforderlichkeit einzelner Angaben sowie der erhöhten inhaltlichen Kontrolle des Prospektinhalts und Harmonisierung mit dem IDW S4 Standard
- Einführung eines standardisierten Vertriebskurzprospektes im Sinne eines Produktinformationsblattes mit allen zur Anlegerentscheidung notwendigen Informationen auf der Basis des gestatteten Verkaufsprospektes
- Verlängerung der Anspruchausschlussfrist von derzeit 6 Monaten auf 3 Jahre bei Prospekthaftungsansprüchen von Anlegern gegen Anbieter

#### **b. Bezogen auf Vertriebe geschlossener Fonds**

Bankenunabhängige, sog. freie Berater und Vermittler geschlossener Fonds unterliegen außer der Zulassungspflicht nach § 34 c Gewerbeordnung (GewO) derzeit keinen gesetzlichen Regelungen. Wir empfehlen einen eigenständigen spezialgesetzlichen Regelungsrahmen für freie Berater und Vermittler geschlossener Fonds. Dies heißt im Einzelnen:

- Schaffung eines bundesweiten Vermittlerregisters für Berater und Vermittler geschlossener Fonds bei den Industrie- und Handelskammern (IHK)
- Nachweis der persönlichen Zuverlässigkeit und geordneter finanzieller Verhältnisse
- Nachweis einer Vermögensschaden-Haftpflichtversicherung mit einem Mindestdeckungsumfang
- Nachweis erforderlicher Sachkunde, insbesondere durch Ablegung einer Sachkundeprüfung auf der Basis eines festzulegenden Sachkundekatalogs
- Gleichstellung von Vermittlern geschlossener Fonds mit § 34c-GewO-Erlaubnis gegenüber Versicherungsvermittlern nach § 34d GewO im Hinblick auf die geldwäscherechtlichen Sorgfaltspflichten
- Für die Beratung und Vermittlung geschlossener Fonds sollten weiter folgende Punkte in Anlehnung an vergleichbare, gesetzliche Regelungen kodifiziert werden:

- Erkundungs-, Aufklärungs- und Informationspflichten zur Gewährleistung einer anleger- und anlagegerechten Beratung
- Pflicht zur schriftlichen Dokumentation der Beratung unter Beachtung der Anforderungen aus geltendem Recht und Rechtsprechung
- Pflicht zur Offenlegung von Provisionen vor Vertragsabschluss
- Überarbeitung des geltenden Widerrufsrechts zu einem einfachen und rechtssicheren, den Eigenschaften des Produkts angemessen gestalteten Anlegerrecht

## 4. Regelungsrahmen

Ziel ist eine zeitnahe und gesetzestechisch systematische Umsetzung. Dieses Ziel lässt sich am besten durch eine geeignete spezialgesetzliche Verankerung verwirklichen, z.B. durch Nutzung der bisher freien §§ 1 – 8e im VerkProspG. Im Zuge der Erweiterung der bestehenden rechtlichen Regelungen könnte das VerkProspG insofern in „Gesetz für Vermögensanlagen“ umbenannt werden.

München, den 4. Februar 2009

**VGF Verband Geschlossene Fonds e.V.**

[kontakt@vgf-online.de](mailto:kontakt@vgf-online.de) | [www.vgf-online.de](http://www.vgf-online.de)

**Büro Berlin:**

Georgenstraße 24 | 10117 Berlin

T +49 (0) 30. 31 80 49 00 | F +49 (0) 30. 32 30 19 79

**Büro Brüssel:**

47 - 51 rue du Luxembourg | 1050 Brüssel

T +32 (0) 2. 550 16 14 | F +32 (0) 2. 550 16 17

**Anmerkungen zum Vorschlag für eine Richtlinie des europäischen Parlaments und des Rates über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinie 2004/39/EG und 2009/.../EG (KOM [2009] 207)**

I. Einleitung .....	1
II. Zusammenfassende Anmerkungen .....	2
III. Konkrete Anmerkungen zum Anwendungsbereich .....	2
1. Könnten deutsche geschlossene Fonds in den Anwendungsbereich fallen? .....	2
2. Ist es unter Berücksichtigung der Regelungsziele der AIFM-Beaufsichtigung sinnvoll das Management geschlossener Fonds unter die Richtlinie zu fassen? .....	4
IV. Anmerkungen zu den Aufsichtsanforderungen und Regelungsinhalten .....	8
1. Anfangskapital und laufende Kapitalausstattung, Artikel 14 .....	8
2. Bewertung, Artikel 16 .....	9
3. Verwahrstelle, Artikel 17 .....	9
4. Risikomanagement, Art. 11 .....	10
5. Liquiditätsmanagement, Art. 12 .....	11
6. Informationspflichten gegenüber den Anlegern, Art. 20 .....	11
7. Informationspflichten gegenüber den zuständigen Behörden, Art. 21 ...	12
8. Schlussfolgerungen und Änderungsbedarf .....	12
V. Aufwand für die Erfüllung der Richtlinienanforderungen .....	13
VI. Wege für eine Regulierung geschlossener Fonds .....	13

## **I. Einleitung**

Die Europäische Kommission hat am 30.04.09 einen Vorschlag für eine Richtlinie des europäischen Parlaments und des Rates über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinie 2004/39/EG und 2009/.../EG (KOM [2009] 207) vorgelegt. Die Richtlinie sieht umfassende Zulassungs- und Aufsichtsanforderungen für Manager alternativer Investmentfonds vor. Anlass für das Richtlinienvorhaben sind in erster Linie die Aktivitäten des Fondsmanagements von Private Equity- und Hedge Fonds, die nach Auffassung der Kommission erhebliche Risiken für Investoren, Kreditgeber sowie die Stabilität und Integrität der Finanzmärkte hervorrufen können. Da die Kommission diese Risiken jedoch auch bei anderen Formen alternativer Investmentfonds sieht und regulatorische Schlupflöcher verhindern will, hat sie den Anwendungsbereich der unter die Richtlinie fallenden Fondsmanager weit gefasst.

## II. Zusammenfassende Anmerkungen

Vorab möchten wir zusammenfassend auf die wesentlichen Probleme und Fragen hinweisen, die der Entwurf nach unserer Einschätzung aufwirft:

- Anwendungsbereich: Der unter den Artikeln 1 bis 3 des Richtlinienentwurfes definierte Anwendungsbereich ist zu unbestimmt und damit zu weit gefasst. Durch die derzeitige Fassung dürften Fonds bzw. Fondsmanager in den Anwendungsbereich der Richtlinie fallen, die, gemessen an den im einleitenden Teil formulierten Regelungszielen, gar nicht im Fokus der EU-Kommission stehen. Hierzu gehören nach dem derzeitigen Wortlaut auch geschlossene Fonds. Unter Berücksichtigung der Regelungsziele bedürfen die Definitionen für „Alternative Investment Funds (AIF)“, „Alternative Investment Fund Manager (AIFM)“ sowie „AIF Management Services“ aus unserer Sicht daher dringend einer Präzisierung.
- Richtlinien-Anforderungen und Regelungsinhalte: Die konkreten Aufsichtsanforderungen und Regelungsinhalte wären für geschlossene Fonds bzw. deren Management in weiten Teilen unpassend, unangemessen und mit erheblichen Kosten sowie zahlreichen Auslegungsfragen verbunden. Viele der Bestimmungen orientieren sich an den rechtlichen Rahmenbedingungen offener Fonds, etwa die Voraussetzungen zur Rücknahme von Anteilen, die bei geschlossenen Fonds konzeptionsgemäß nicht vorgesehen ist. Sollte der Anwendungsbereich nicht angepasst werden, so müssten die Aufsichtspflichten flexibler gestaltet werden. Für Regelungen, die für bestimmte AIF bzw. AIFM nicht passen, sollten bspw. Ausnahmen geschaffen werden oder die Anforderungen entsprechend der Leistungsfähigkeit bzw. der rechtlichen Struktur der unmittelbar betroffenen AIFM und mittelbar der AIF angepasst werden.

## III. Konkrete Anmerkungen zum Anwendungsbereich

### 1. Könnten deutsche geschlossene Fonds und deren Management in den Anwendungsbereich fallen?

Nach der Richtlinie sollen solche natürlichen und juristischen Personen vom Anwendungsbereich erfasst werden, die „Verwaltungsdienste“ für AIF erbringen. Verwaltungsdienste sollen dabei die Aktivitäten der Verwaltung und

Administration eines oder mehrerer AIF im Auftrag eines oder mehrerer Anleger sein (Art. 3 d)). Der Anwendungsbereich ist nur eröffnet, sofern nach Art. 2 c) der Richtlinie die AIF nicht in den Anwendungsbereich der UCITS-Richtlinie fallen. Unerheblich soll zum einen die rechtliche Ausgestaltung des AIF sein, zum anderen, ob es sich um einen Fonds des geschlossenen oder des offenen Typs handelt (Art. 2 Abs. 1 c, d)). Ausgenommen vom Anwendungsbereich sind solche AIFM, die Portfolios verwalten, deren „Assets under management“ einen Wert von 100 Mio. Euro kumulativ nicht überschreiten. Dieser Schwellenwert erhöht sich auf 500 Mio. Euro, sofern keiner der verwalteten AIF hebel-finanziert ist und innerhalb von fünf Jahren nach Konstituierung keine Kündigungsrechte ausgeübt werden können (Art. 2 Abs. 2 a)).

Geschlossene Fonds sind unternehmerische Beteiligungen, die heute fast ausschließlich in der Rechtsform der GmbH & Co. KG ausgestaltet werden. Sie fallen weder in den Anwendungsbereich der UCITS-Richtlinie noch unter den Regelungsbereich des Investmentgesetzes.

Emissionshäuser initiieren und konzipieren geschlossene Fonds. Sie begleiten die Emission und koordinieren den Vertrieb. Nach Platzierung und damit Schließung des Fonds wird dieser durch das Emissionshaus bewirtschaftet und gemanagt. Hierzu wird in der Regel eine dem Emissionshaus angehörige Tochtergesellschaft als Komplementär-GmbH oder geschäftsführende Kommanditistin eingesetzt. Sie verantwortet das kaufmännische Management des Fonds. Häufig fungiert ein- und dieselbe Tochtergesellschaft als Management-GmbH einer Vielzahl der durch das Emissionshaus aufgelegten Fonds. Neben dem Fondsmanager, der für die kaufmännische Bewirtschaftung des Fonds verantwortlich ist, übernimmt regelmäßig ein Assetmanager die Verwaltung des Fondsobjekts. Bei geschlossenen Immobilienfonds ist dies typischerweise der Objektverwalter, bei Schiffsfonds der Vertragsreeder, der vor allem für die Besatzung und Ausstattung des Schiffes zuständig ist. Der Assetmanager ist nicht selten ebenfalls eine mit dem Emissionshaus verbundene Gesellschaft, teilweise wird er Kommanditist der Fondsgesellschaft. Sowohl Komplementärin und/oder geschäftsführende Kommanditistin als auch Assetmanager könnten aufgrund der weiten und unbestimmten Fassung der Definitionen unter Art. 3 d) als zu beaufsichtigende AIFM in Frage kommen.

Gerade Emissionshäuser, die seit 10, 20 oder mehr Jahren tätig sind, haben nicht selten 50, 100 oder mehr Fonds initiiert und auf den Markt gebracht. Das durch Emissionshäuser (bzw. deren Management-Tochtergesellschaften) verwaltete und gemanagte Fondsbestandsvolumen lag zum Ende des Jahres 2008 bei 141,97 Mrd. Euro (Quelle: VGF Marktzahlen 2008). Hiervon verwalten 59 von 67 befragten Fondsemissionshäusern Fonds mit einem Volumen von mindestens 250

Mio. Euro, wobei auf 29 Häuser jeweils sogar ein Volumen von über einer Mrd. Euro (bis zu 10 Mrd. Euro) fällt (Quelle: VGF Marktzahlen 2008). Unter Berücksichtigung des unter Artikel 2 Nr. 2 a) der Richtlinie festgelegten Schwellenwertes von 100 Mio. Euro muss man nach derzeitigem Stand zu dem Schluss kommen, dass knapp zwei Drittel der im Markt tätigen Emissionshäuser bzw. ihre als Tochtergesellschaften agierenden Fonds- und Assetmanager AIFM im Sinne der Richtlinie sein könnten (Hinweis: Die 500-Mio.-Euro-Grenze kann außer Acht gelassen werden, da geschlossene Fonds in der Regel zu einem Teil fremdfinanziert sind).

## **2. Ist es unter Berücksichtigung der Regelungsziele der AIFM-Beaufsichtigung sinnvoll, das Management geschlossener Fonds unter die Richtlinie zu fassen?**

### **a) Anlass und Regelungsziele der Richtlinie**

Vor dem Hintergrund der Finanzkrise, den Ergebnissen der Konsultation zu Hedge- und Private Equity Fonds und des de-Larosière-Berichtes sollen mit dem vorgelegten Text AIFM reguliert werden, die dafür geeignet sind, erhebliche Risiken für Investoren, Kreditgeber sowie die Stabilität und Integrität des Finanzmarktes insgesamt hervorzurufen und zu fördern. Die Risiken äußern sich vor allem durch:

- eine bestimmte Investmentpolitik, bei der ein aktiver Handel mit Assets betrieben wird, insbesondere unter Anwendung riskanter Handelstechniken wie Leerverkäufe,
- bei der systematisch hohe Summen an Fremdkapital zur Hebelung der Renditen eingesetzt werden,
- deren Strategie nach außen hin intransparent ist (z.B. auch im Hinblick auf die Art und Weise der Bildung von Positionen an börsennotierten Unternehmen) und
- durch die Risikokonzentrationen in bestimmten Marktsegmenten entstehen, wodurch die Marktstabilität in Schieflage geraten kann.

Obwohl die genannten Risiken typischerweise bei Hedge- und Private Equity Fonds auftreten, hält die Kommission eine auf diese Fonds beschränkte Regulierung für zu kurz gegriffen. Erfasst werden sollen sämtliche AIF bei denen die genannten Risiken ebenso eine Rolle spielen können (vgl. Begründung, Ziff. 2. Grundsätzlicher Ansatz, S. 5)

Durch die Richtlinie sollen nur solche Fonds erfasst werden, die qualifizierte Risiken aufweisen. Das zeigt u. E. der Umstand, dass AIF gem. Artikel 30 grundsätzlich nur an sog. professionelle Anleger im Sinne von Anhang II der

MiFID angeboten werden dürfen, wenngleich den Mitgliedstaaten eine Erweiterung auf Kleinanleger im Sinne des Artikel 3 g) möglich sein soll, sofern durch den Mitgliedstaat via nationales Recht eine zusätzliche Regulierung des AIF oder des AIFM erfolgt (Art. 32 Abs. 1). Begründet wird diese Einschränkung damit, dass AIF durch ihre vergleichsweise hohen Risiken, die sich insbesondere in substantziellen Kapitalverlusten auswirken können, für Privatanleger grds. als ungeeignet erscheinen (vgl. u. a. Erwägungsgrund (9), S. 15). Hieraus wird deutlich, dass nur solche AIF reguliert werden sollen, die qualifizierte Risiken mit sich bringen. Dies könnte bedeuten, dass Fonds, denen insbesondere für Privatanleger abschätzbare Risiken innewohnen, seitens der Kommission grundsätzlich als nicht regulierungsbedürftig erachtet werden.

Im Entwurf wird an verschiedenen Stellen ausgeführt, dass viele der genannten Risiken aufgrund der heutigen Verknüpfung der internationalen Finanzmärkte naturgemäß eine grenzüberschreitende Komponente haben. So hätten etwa die Aktivitäten großer AIFM, insbesondere solcher, die mit einem hohen Fremdkapitaleinsatz handeln, zur fortwährenden Instabilität der Finanzmärkte in Europa beigetragen. Hieraus begründet sich dem Entwurf zufolge die Notwendigkeit, einen staatenübergreifenden EU-Gesetzesrahmen zu implementieren.

#### **b) Wesentliche Merkmale geschlossener Fonds**

Es ist typisch für geschlossene Fonds, gleich in welches Asset sie investieren (Immobilien, Schiffe, Flugzeuge etc.), dass das Investitionsobjekt, z.B. eine bestimmte Büroimmobilie am Standort X oder ein bestimmtes Containerschiff, im Vorhinein feststeht. Das Asset wird dabei vertraglich erworben und über die zumeist 10-15 Jahre andauernde Laufzeit des Fonds gehalten und bewirtschaftet. Ein vorzeitiger Verkauf, ein Neukauf von Assets oder sogar ein aktiver Handel findet regelmäßig nicht statt. Erst mit der abschließenden Veräußerung des vorbestimmten Assets wird der Fonds liquidiert und aufgelöst. Verbunden damit sind auch die rechtlichen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen vorbestimmt. Auf der Grundlage verbindlicher Verträge stehen vor allem Mieter oder Charterer, die Höhe der Miet- oder Chartereinnahmen, der Fremdkapitalanteil, die Tilgung oder die Liquidität fest. Der Anleger wird über diese Rahmenbedingungen über den durch die BaFin gestatteten Verkaufsprospekt informiert.

Geschlossene Fonds sind typischerweise Publikumsprodukte, die sich an Privatanleger zur Sicherung der Altersvorsorge und der privaten Vermögensbildung richten.

### **c) Management geschlossener Fonds**

Die Entscheidungsbefugnisse des Fondsmanagements werden durch den Fondsgesellschaftsvertrag bestimmt und können bedingt durch die Vertragsfreiheit flexibel gehalten werden. Dadurch dass das Fondsobjekt vorbestimmt ist und ein aktiver Assethandel oder eine bestimmte Investitionsstrategie während der Laufzeit des Fonds typischerweise weder vorgesehen ist noch tatsächlich stattfindet, beschränken sich die Tätigkeiten des Fondsmanagements auf die operative Bewirtschaftung des Fonds. Die Anwendung spezieller Handelstechniken, mit denen spontane, aktuelle Gegebenheiten des Marktes ausgenutzt werden (wie etwa Leerverkäufe), sind daher schon rechtlich bei geschlossenen Fonds überhaupt nicht möglich.

Aufgrund der gesetzlichen Bestimmungen des HGB und BGB sind den Managementkompetenzen zudem Grenzen gesetzt. Wesentliche, grundsätzliche Entscheidungen bleiben der Gesellschafterversammlung und damit den Anlegern vorbehalten. Zu solchen wesentlichen Entscheidungen gehört etwa die Veräußerung des Fondsobjekts, z.B. der Immobilie oder des Schiffs am Ende der Laufzeit.

Der Aufgabenbereich des Assetmanagers beschränkt sich auf die reine Verwaltung des Fondsobjekts. Im Bereich geschlossener Schiffsfonds kümmert sich etwa der Vertragsreeder um das seemännische Personal und schließt Kaufverträge für Ersatzteile und Betriebsstoffe oder Versicherungsverträge ab.

### **d) Schlussfolgerungen und Änderungsbedarf**

Die aufgezeigten Merkmale geschlossener Fonds und die durch die Komplementärin und/oder geschäftsführende Kommanditistin und das Assetmanagement erbrachten Leistungen verdeutlichen, warum eine Gleichstellung geschlossener Fonds deutscher Prägung mit Hedge Fonds und Private Equity-Gesellschaften durch die AIFM-Richtlinie nach den Regelungszielen nicht angezeigt und damit nicht adäquat ist. Bedingt durch ihre klar vorgegebenen Investmentziele, ihre weitgehend risikoarme Investitionsausrichtung und ihre eingeschränkten Entscheidungsspielräume im Rahmen des Asset- und Fondsmanagements sind die nach dem Sinn und Zweck der Richtlinie geforderten qualifizierten Risiken aus unserer Sicht nicht gegeben. Die in dem Entwurf vorgesehene Beaufsichtigung ist daher in dieser Form für geschlossene Fonds nicht zielführend. Dies zeigt sich insbesondere in der Einschränkung, Fondsanteile nur an professionelle Investoren anbieten zu dürfen. Geschlossene Fonds sind typischerweise Publikumsprodukte mit eingeschränkter Risikoausrichtung, die sich an Privatanleger richten. Angesichts ihrer klaren, fixierten Ausrichtung verursachen sie bzw. ihr Fonds- oder Assetmanagement auch keine systemischen Beeinträchtigungen der internationalen Finanzmärkte.

Für geschlossene Fonds ist es daher auch nicht erforderlich, einen grenzüberschreitenden Rechtsrahmen zu schaffen.

Aus unserer Sicht ist es daher erforderlich, den Anwendungsbereich und die Regelungsziele stärker in Einklang zu bringen. Wir halten deshalb eine Präzisierung des Anwendungsbereiches wie folgt für geboten:

- Die Definition von AIF gem. Artikel 2 Nr. 1 und Art. 3 a), nach der AIF sämtliche Nicht-UCITS-Fonds sind, sollte um „Positiv-Kriterien“ ergänzt werden. Danach sollten AIF nur solche Fonds sein, bei denen insbesondere laufend Investitionen in Assets jeglicher Art getätigt werden, riskante Anlagestrategien zur Anwendung kommen, oder ein übermäßiger und systematischer Fremdkapitaleinsatz sowie eine laufende Rückgabe der Anteile möglich ist. Fonds, bei denen das Asset im Vorhinein fixiert ist und eine „Umschichtung“ nicht vorgesehen ist, sollten von der AIF-Definition nicht erfasst oder alternativ die Anforderungen an diese adäquat zum Geschäftsmodell angepasst werden (vgl. hierzu die Anmerkungen unten unter IV.8.). Explizit sollten solche Investitionsformen ausgenommen werden, bei denen eine definierte Zielgruppe von Investoren konkrete Investitionen über einen mehrjährigen Zeitraum tätigt.
- Parallel und sinngemäß sollten die Definitionen für AIFM (Art. 3 b)) und AIF management services (Art. 3 d)) präzisiert werden. Erfasst werden sollten nur solche, möglichst eindeutig zu beschreibenden Management-Leistungen, die die vom Richtliniengeber ins Auge gefassten, qualifizierten Risiken hervorrufen können. Insbesondere das bloße Assetmanagement sollte von der Definition ausgegrenzt werden.
- Die Schwellenwerte zur Anwendbarkeit der Richtlinie sind gesetzessystematisch willkürlich. Es muss grundsätzlich als bedenklich angesehen werden, Risiken und das hieraus resultierende Bedürfnis nach Aufsicht von quantitativen Kriterien abhängig zu machen. So ist es aus unserer Sicht kaum nachvollziehbar, warum etwa bei einem verwalteten Fondsvolumen von 101 Mio. Euro Risiken indiziert sein sollen, die eine AIFM-Aufsicht rechtfertigen, wohingegen bei lediglich 99 Mio. Euro Fondsvolumen dies nicht mehr der Fall sein soll. Unserer Auffassung nach sollte von den vorgesehenen Schwellenwerten abgesehen werden und anstelle dessen die Anforderungen und Pflichten mehr auf die Gegebenheiten wie Risikoausrichtung, Investitionstechniken etc. der jeweils verwalteten Fonds angepasst werden. Eine Profildifferenzierung, wie sie in Kapitel V des Richtlinienentwurfes bereits ansatzweise

vorgesehen ist, sollte daher ausgebaut werden. Eine ähnliche Gestaltung hat sich im deutschen Recht bei den durch das KWG geregelten Aufsichtspflichten bereits bewährt. Auch hier wird nach dem Risikoprofil, Leistungsfähigkeit und Geschäftsmodell des jeweiligen Bank- oder Finanzdienstleistungsgeschäftes differenziert. Eine Dynamisierung des Anforderungskatalogs ist transparenter, gerechter, und für die jeweiligen Unternehmen auch mittelstandsfreundlicher.

Sollte an dem quantitativen Kriterium des Fondsvolumens festgehalten werden, wäre es alternativ denkbar, spezifische Pflichten je nach Höhe des durch den AIFM verwalteten Volumens zu staffeln: AIFM mit hohem Volumen hätten eine Vielzahl von Aufsichtspflichten zu erfüllen, AIFM mit geringem Volumen unterlägen weniger Aufsichtspflichten. Weiter sollte bei dieser Systematik auf das individuelle Fondsvolumen und nicht auf das verwaltete Gesamtvolumen abgestellt werden.

#### **IV. Anmerkungen zu den Aufsichtsanforderungen und Regelungsinhalten**

Die Art und Weise der Ausgestaltung der Aufsichtsanforderungen ist überwiegend auf solche Fonds bzw. Fondsmanager zugeschnitten, die aktiv und laufend An- und Verkäufe von Assets tätigen und bei denen aufgrund bestimmter Investitionsstrategien und -techniken besondere Risiken hervorgerufen werden. Die Anforderungen orientieren sich zudem zu einem großen Teil an den bestehenden Pflichten für UCITS-Fonds, wie z.B. offene deutsche Investmentfonds, die eine laufende Rückgabe der Anteile ermöglichen. Ausgehend davon, dass der Anwendungsbereich für AIF und AIFM nach jetzigem Stand tatsächlich jegliche Fonds und Fondsmanager erfassen würde, wären die Anforderungen für geschlossene Fonds in vielen Punkten unpassend und mit zahlreichen Auslegungsfragen verbunden.

Im Einzelnen möchten wir bei einer solchen Annahme zu einigen aus unserer Sicht neutralen Punkten Folgendes anmerken:

##### **1. Anfangskapital und laufende Kapitalausstattung, Artikel 14**

Das Anfangskapital und die laufende Kapitalausstattung des AIFM sollen mindestens 125.000 Euro betragen, wobei je nach dem Wert des verwalteten Portfolios eine prozentuale Steigerung des vorzuhaltenden Kapitals erfolgen soll. Gegen diese Kapitalvoraussetzungen bestehen aus unserer Sicht keine Einwände. Der VGF hat in seinem im Februar 2009 veröffentlichten Eckpunktepapier zur Regulierung geschlossener Fonds verankert, dass Emissionshäuser (unabhängig vom eingesammelten oder verwalteten Fondsvolumen) grundsätzlich ein

Mindestkapital von 300.000 Euro aufbringen müssen. Insoweit sehen wir in diesem Punkt eine grundlegende Übereinstimmung mit den von uns an die Politik gerichteten Forderungen.

## **2. Bewertung, Artikel 16**

Der Sinn und Zweck laufender Assetbewertungen liegt vor allem darin, kauf- oder verkaufswilligen Anlegern Anhaltspunkte für den tatsächlichen Wert ihrer Beteiligungen zu geben. Eine solche Bewertung kann auch dann sinnvoll sein, wenn der Fonds Anteile neu herausgibt oder zurücknimmt, wie dies etwa bei offenen Fonds der Fall ist. Bei deutschen geschlossenen Fonds in der Rechtsform der GmbH & Co. KG findet weder eine Neuausgabe noch eine Rücknahme von Fondsanteilen statt. Darüber hinaus veräußern Anleger geschlossener Fonds ihre Beteiligungen während der Laufzeit nur in Ausnahmefällen. Normalfall, und konzeptionell auch so vorgesehen, ist das Halten der Beteiligung bis zum Exit. Viele Fondsanteile werden und können aus rechtlichen Gründen auch nicht gehandelt werden. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, welchen Sinn eine mit erheblichem Aufwand verbundene, mindestens jährlich stattfindende Bewertung z. B. einer Immobilie oder eines Schiffes bei geschlossenen Fonds hätte.

Es fragt sich zudem, nach welcher Methodik eine Asset-Bewertung vorgenommen werden soll. Die angewandten Bewertungsmethodiken sind in der Praxis äußerst vielfältig. Selbst wenn eine bestimmte Methodik gesetzlich festgelegt werden würde, so müsste deren Aussagekraft zunächst als fraglich angesehen werden.

Die durch eine Bewertungsstelle jährlich sowie bei jeder Ausgabe oder Rücknahme von Anteilen durchzuführende Bewertung der Assets würde zudem einen unverhältnismäßigen Arbeits- und Kostenaufwand mit sich bringen. Dies zeigt sich allein anhand von Zahlen: Von den oben genannten 67 Fondsemissionshäusern werden rund 2.500 Fonds verwaltet (VGF Marktzahlen 2008). Sämtliche Assets dieser Fonds müssten einer ständigen Bewertung unterworfen werden.

Es ist daher u.E. eine Ausnahme von der Bewertungspflicht geboten, wenn gemäß Prospektierung eine mehrjährige Haltedauer der Investitionen vorgesehen ist.

## **3. Verwahrstelle, Artikel 17**

Nach Artikel 17 sind sämtliche durch einen AIF eingesammelte Anlegergelder von einem als Verwahrstelle fungierenden, unabhängigen Kreditinstitut entgegenzunehmen und auf einem gesonderten Konto zu verwahren. Die durch

den AIF gehaltenen Finanzinstrumente sind ebenso bei dem Kreditinstitut zu verwahren. Das Institut hat ferner zu überprüfen, ob der AIF Eigentum an den Vermögenswerten erworben hat, in die er investiert hat. Damit orientiert sich die Richtlinie auch in diesem Punkt an den Vorgaben für offene Investmentfonds, bei denen die Depotbank das Sondervermögen der Kapitalanlagegesellschaft verwahrt.

Das Vermögen eines geschlossenen Fonds ist rechtlich und faktisch getrennt vom Vermögen des Emissionshauses, der Komplementärin und/oder geschäftsführenden Kommanditistin und des Assetmanagers. Die Entgegennahme der Anlegergelder erfolgt durch einen Treuhandkommanditisten, die Verwendung der Anlegergelder muss den Vorgaben des Verkaufsprospektes entsprechen. Ein Mittelverwendungskontrolleur, zumeist in Gestalt eines unabhängigen Wirtschaftsprüfers, überprüft regelmäßig, ob die Anlegergelder prospektgemäß verwendet werden. Die mit dem Emissionshaus verbundenen geschäftsführenden Gesellschaften beteiligen sich in der Regel lediglich mit einer Beteiligung von höchstens 25.000 Euro, entweder als Komplementär-GmbH oder als Kommanditistin. Der Assetmanager ist nur zum Teil als Kommanditist in die Gesellschaft eingebunden. Geraten das Emissionshaus oder die mit ihr verbundenen Komplementärinnen und/oder geschäftsführenden Kommanditistinnen in eine finanzielle Schieflage oder sogar in die Insolvenz, so bleibt die Vermögenslage des Fonds davon unberührt.

Für geschlossene Fonds wäre es aus unserer Sicht weder sinnvoll noch erforderlich, dass die Anlegergelder und andere Vermögensgegenstände zwingend durch eine Depotbank gehalten werden müssen. Die Kombination aus Treuhänder und Mittelverwendungskontrolleur hat sich in der Praxis als effektives und transparentes Modell für geschlossene Fonds bewährt. Durch die aktuelle Richtlinie wäre mit einer Abschaffung des Treuhandmodells bei geschlossenen Fonds zu rechnen, ohne dass dies sachlich begründet wird. Schließlich spricht auch eine damit zu erwartende höhere Kostenlast durch die Gebühren einer Depotbank gegen die Pflicht zur Einrichtung einer bei einem Kreditinstitut angesiedelten Verwahrstelle.

Dass eine stärkere Anpassung der AIFM-Anforderungen an die jeweiligen Gegebenheiten der einzelnen Fondsarten erforderlich ist, zeigt sich an dieser Stelle besonders deutlich.

#### **4. Risikomanagement, Artikel 11**

An den unter Artikel 11 formulierten Anforderungen an das Risikomanagement zeigt sich wiederum, dass die mit dem Richtlinienentwurf anvisierten AIF solche sind, bei denen aktiv und stetig Investments getätigt werden und Assets laufend

umgeschichtet werden. So hat der AIFM dafür Sorge zu tragen, dass das Risikoprofil des AIF der Größe, der Portfoliostruktur sowie den Anlagestrategien und -zielen entspricht (Abs. 3 c)). Außerdem soll der AIFM eine den Zielen und dem Risikoprofil des AIF angemessene Due Diligence durchführen, wenn er im Namen des AIF Anlagen tätigt (Abs. 3 a)). Unter Abs. 4 wird darüber hinaus angeordnet, dass der AIFM Vorkehrungen zu treffen habe, sofern er Leerverkäufe tätigt.

Wie bereits dargestellt wird die Investition eines geschlossenen Fonds in ein bestimmtes Asset typischerweise im Vorfeld getätigt. Während der Laufzeit des Fonds sind weitere An- und Verkäufe von Assets durch das AIFM weder vorgesehen noch rechtlich ohne weiteres möglich. Es versteht sich von selbst, dass das Fondsmanagement eines geschlossenen Fonds schon heute mit einem adäquaten Risikomanagementsystem arbeitet. Im Fokus eines solchen Risikomanagements stehen dabei die Überprüfung und das Monitoring derjenigen Abläufe, die für die laufende Bewirtschaftung des Assets von Bedeutung sind. Es wäre aus unserer Sicht grundsätzlich sinnvoll, für ein solches, in der Praxis bereits angewandtes Risikomanagement einen passenden gesetzlichen Rahmen zu schaffen.

Ein Risikomanagement, das entsprechend der Maßgaben des Artikel 11 auf ein aktives Portfoliomanagement und auf eine aktive Anlagestrategie zugeschnitten ist, würde die Gegebenheiten bei geschlossenen Fonds hingegen nicht berücksichtigen und daher ins Leere laufen.

## **5. Liquiditätsmanagement, Artikel 12**

Nach Artikel 12 Abs. 2 hat der AIFM dafür zu sorgen, dass die Rücknahmegrundsätze aller von ihm verwalteten AIF dem Liquiditätsprofil der AIF-Anlagen entsprechen müssen. Bei offenen Fonds muss durch hinreichende Liquidität die Möglichkeit zur Rückgabe der Fondsanteile sichergestellt werden. Für geschlossene Fonds, für die eine Rückgabe des Fondsanteils naturgemäß nicht vorgesehen ist, sind diese Vorgaben unpassend.

## **6. Informationspflichten gegenüber den Anlegern, Artikel 20**

Die hier geforderten (Prospekt-)Offenlegungspflichten betreffen zu einem großen Teil Punkte, die bei geschlossenen Fonds keine Rolle spielen, da es sich regelmäßig nicht um Blind-Pools handelt, und die damit wiederum deutlich die fehlende Eignung und Angemessenheit einer Vielzahl von Regelungen des Richtlinienentwurfs dokumentieren. Hierzu zählen etwa:

- Die Beschreibung der Assets, in die der AIF investieren darf,

- die Beschreibung der anwendbaren Techniken und die damit verbundenen Risiken oder
- die Beschreibung der Prozedere, aufgrund derer die Investmentstrategie/-Politik geändert werden kann.

## **7. Informationspflichten gegenüber den zuständigen Behörden, Artikel 21**

Auch die laufenden Berichtspflichten für AIFM gemäß Artikel 21 würden bei geschlossenen Fonds weitgehend ihren Zweck verfehlen. Die regelmäßige Berichterstattung etwa über Märkte und Instrumente in bzw. mit denen AIFM handeln oder auch die Angabe des aktuellen Risikoprofils in regelmäßigen Abständen würden aufgrund der Beständigkeit der Investments geschlossener Fonds keine neuen Erkenntnisse bringen.

Die Anbieter geschlossener Fonds veröffentlichen jährlich eine Leistungsbilanz, in deren Rahmen die wirtschaftliche Entwicklung der sich in der Bewirtschaftung befindlichen Fonds dokumentiert wird. Schwerpunkt der Leistungsbilanz ist der sog. Soll-Ist-Vergleich, in dem die tatsächlich erzielten Ergebnisse den prospektierten Werten gegenübergestellt werden. Zu welchen Parametern im Einzelnen Angaben vorgenommen werden müssen, richtet sich für VGF-Mitglieder bindend nach den „VGF Leitlinien zur Erstellung von Leistungsbilanzen“.

## **8. Schlussfolgerungen und Änderungsbedarf**

Sollte der Richtliniengeber das Management geschlossener Fonds tatsächlich in den Anwendungsbereich der Richtlinie fassen, so sollten die derzeit ungeeigneten und unangemessenen Aufsichtspflichten und -anforderungen abgeändert werden. Hierzu könnte etwa eine Staffelung der Anforderungen entsprechend der Produktart geschaffen werden. Auch könnten für die einzelnen Anforderungsbereiche Ausnahmebestimmungen vorgesehen werden, durch die bestimmte AIF bzw. AIFM von unpassenden Regelungen befreit werden. Die Richtlinie stellt bereits spezielle Anforderungen an AIFM, die unter Einsatz einer hohen Fremdkapitalquote agieren, vgl. Art. 22 ff. Derartige Sonderregeln sollten auch für Manager geschlossener Fonds geschaffen werden, um den speziellen Charakteristika des Produktes gerecht zu werden. Derzeit drängt sich der Eindruck auf, dass das Geschäftsmodell bei der Konzeption der Richtlinie schlicht nicht bedacht wurde. Wir sprechen uns daher ausdrücklich für eine Erweiterung dieses „besonderen Teils“ der Richtlinie aus.

## **V. Aufwand für die Erfüllung der Richtlinienanforderungen**

Um die Frage nach dem Aufwand für die Erfüllung der Richtlinienanforderungen beantworten zu können, ist die organisatorische Aufstellung des Managements zu betrachten. Ein Teil der Emissionshäuser und deren zumeist 100-prozentige Tochtergesellschaften, die mit der Geschäftsführung der Fonds als Komplementärin oder geschäftsführende Kommanditistin beauftragt sind, sind Tochtergesellschaften von Geschäfts- oder Landesbanken; weiterhin sind einige der großen Emissionshäuser Aktiengesellschaften, die an der Börse notiert sind. Ein gewichtiger Teil der Emissionshäuser sind aber mittelständische Unternehmen, die durch private Inhaber geführt werden. Es versteht sich von selbst, dass Unternehmen mit Bankenhintergrund oder solche, die an der Börse zugelassen sind und gehandelt werden, weniger Probleme mit der Erfüllung der Richtlinien-Anforderungen haben dürften als inhabergeführte Häuser.

Auch die personelle Größe der Unternehmen dürfte von Bedeutung sein. Im Bereich der geschlossenen Fonds bestehen insoweit erhebliche Unterschiede. Die Spannbreite reicht von Emissionshäusern mit lediglich 10 bis zu solchen mit mehr als 300 Mitarbeitern. Es stellt sich die Frage, wie ein Unternehmen mit nur wenigen Mitarbeitern die umfangreichen Anforderungen der Richtlinie für AIFM erfüllen soll. Insoweit dürfte auch die 100-Mio.-Euro-Grenze keine Abhilfe leisten. So muss davon ausgegangen werden, dass bereits Unternehmen mit lediglich etwa 20-30 Mitarbeitern Assets mit einem Wert verwalten, der diese Grenze überschreitet.

Angesichts der genannten Unterschiede lässt sich allenfalls eine Untergrenze der zu erwartenden Mehrkosten berechnen. Wir gehen dabei davon aus, dass die Unternehmen durchschnittlich ca. 500.000 – 1.000.000 EUR an zusätzlichen Kosten für die richtlinienkonforme Compliance aufbringen müssten. Bezogen auf die im VGF insgesamt vereinigten Unternehmen wäre demnach mit Gesamtmehrkosten zwischen 25-50 Mio. zu rechnen, um den Anforderungen der Richtlinie gerecht zu werden.

## **VI. Wege für eine Regulierung geschlossener Fonds**

Geschlossene Fonds in Form von Publikumskommanditgesellschaften sind ein typisch deutsches Produkt. Sie werden im europäischen Ausland nach unserem Wissen mit Ausnahme der deutschsprachigen Nachbarn Österreich und Schweiz nicht aufgelegt oder angeboten. Ihre speziellen rechtlichen und wirtschaftlichen

Eigenschaften, insbesondere ihre fehlende Wertpapiereigenschaft, erfordern aus unserer Sicht eine auf ihre Belange zugeschnittene Regulierung. Dies ist auch durch den nationalen Gesetzgeber erkannt worden, der die Prospektpflicht für geschlossene Fonds gesondert im Verkaufsprospektgesetz geregelt hat. Die vorliegende Richtlinie ist daher kein einmaliges Beispiel dafür, dass allgemeingültige und produktübergreifende europäische Regelungen für deutsche geschlossene Fonds unpassend und mit einer Vielzahl von Auslegungs- und Anwendungsfragen verbunden sind.

Mit Schreiben von Mitte Februar haben wir Ihnen das „VGF Eckpunktepapier zur Regulierung geschlossener Fonds“ zugesandt. Hierin fordern wir stellvertretend für die 45 im VGF zusammengeschlossenen Emissionshäuser, die gemessen am Emissionsvolumen rund 70 % des Marktes geschlossener Fonds repräsentieren, eine die Gegebenheiten des Produktes geschlossene Fonds berücksichtigende nationale Regulierung geschlossener Fonds. Wesentliche Forderungen sind die Aufsicht der Emissionshäuser und Vertriebe sowie die Ausweitung der Prospektpflicht auf eine inhaltliche Prüfung. Wir sind der Auffassung, dass durch nationale, auf die Charakteristika deutscher Publikumskommanditgesellschaften zugeschnittene Regelungen die (insoweit u. a. mit dem vorliegenden Entwurf bezweckten) Primärziele Verbraucherschutz, Rechtssicherheit und Transparenz für Anleger, Aufsichtsbehörden und Anbieter am Ehesten erfüllt werden können, während die ebenfalls beabsichtigte Beaufsichtigung systemischen Risiken aufgrund der Produktmerkmale nicht notwendig ist.

Berlin, den 18. Mai 2009

RA Eric Romba, Hauptgeschäftsführer

RA Frederik Voigt

Assessor jur. Gero Gosslar