

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

Drucksache 17/12294

**kapital-**markt  
**intern**

Datum: 06.03.2013

# Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung .....	2
2	Die für Publikums-AIF unvollständig umgesetzte sog. 'de minimis'-Regel, die für mittelständische Häuser innerhalb gewisser Grenzen erhebliche Erleichterungen vorsieht (§ 2 Abs. 5 KAGB-E, S. 31f, 358) .....	2
3	Das Verbot der Rückgewähr von Kommanditanteilen gemäß § 152 Abs. 2 KAGB-E (S. 148, 437f) .	3
4	Die Beschränkung des Währungs-Risiko auf 30 % des Fondsvermögens gemäß § 261 Abs. 4 KAGB-E (S. 221, 474): .....	4
5	Die Anzahl der Vermögensgegenstände im Hinblick auf die Risikomischung sowie die Mindestzeichnungssumme von 20.000 € gemäß § 262 KAGB-E (S. 221f, 474) .....	6
6	Die Beschränkung der Fremdkapitalaufnahme auf 60 % gemäß § 263 Abs. 1 und 4 KAGB-E (S. 222, 474) .....	7
7	Häufigkeit und Umfang kostenintensiver Bewertungsverfahren gemäß §§ 261 Abs. 5 u. 6 sowie 271 bis 272 KAGB-E (S. 221, 227f, 474, 479f) .....	9
8	Die Übergangsvorschriften im Hinblick auf den Schutz bereits emittierter Bestandsfonds gemäß § 353 KAGB-E (S. 302f, 531f) .....	10
9	Verschiedenes/Redaktionelle Klarstellungen .....	11
9.1	Die im Gesetzentwurf festgelegte sachfremde Beschränkung auf wenige Vermögensgegenstände gemäß § 261 Abs. 1, Nr. 1–9, Abs. 2 KAGB-E (S. 220f, 473): .....	11
9.2	Die Anzeigepflicht einer AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft beim beabsichtigten Vertrieb von inländischen Publikums-AIF im Inland gemäß § 316 KAGB-E (S. 262f, 498f) .....	11
9.3	Genehmigung und Änderung der Anlagebedingungen gemäß § 267 Abs. 1–3 KAGB-E (S. 224, 476f).....	12

**Stellungnahme von 'kapital-markt intern'**  
**zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die**  
**Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Umsetzungsgesetz – AIFM-UmsG)**  
**Drucksache 17/12294**

## **1 Einleitung**

Der vorliegende Gesetzentwurf zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie wurde im Vergleich zu dem ersten Diskussionsentwurf des BMF in vielen Punkten hinsichtlich der Anwendbarkeit deutlich verbessert. Grundsätzlich wird hiermit eine adäquate Umsetzung der AIFM-Richtlinie geschaffen. Dennoch gibt es bei so einem umfangreichen Gesetzesvorhaben aus unserer Sicht weiterhin in wichtigen Sachverhalten Änderungsbedarf, den wir im Folgenden in acht Punkten gegliedert darlegen möchten.

Vorab möchten wir kurz auf die besondere Bedeutung der betroffenen Branche in Deutschland hinweisen: In geschlossenen Fonds schließen sich Anleger in Form einer unternehmerischen Beteiligung zusammen und investieren so gemeinschaftlich in Objekte, die dem Einzelnen als Anlageobjekte allein aufgrund des erforderlichen Investitionsvolumens nicht zur Verfügung stehen würden. Obwohl bedingt durch die Finanzkrise die Investitionsvolumen aus dem Bereich der geschlossenen Fonds zurückgegangen sind, werden mit Hilfe dieser unternehmerisch geprägten Beteiligungsform Jahr für Jahr Sachwerte in erheblichem Umfang finanziert, deren Erstellung und Betrieb abertausende Arbeitsplätze in Deutschland sichert!

Belegt wird dies nicht zuletzt durch den sog. *"Bericht über die Wohnungs- und Immobilienwirtschaft in Deutschland"* vom 22.10.2012, den das **Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung** vorgelegt hat. Im Abschnitt 'Immobilienmärkte/Kapitalanlagen in Immobilien' befasst sich der Bericht mit der 'Entwicklung der indirekten Immobilienanlageformen in Deutschland', wozu insbesondere offene und geschlossene Immobilienfonds, Immobilienaktiengesellschaften sowie seit 2007 auch deutsche Real Estate Investment Trusts (REITs) zählen. Der Regierungsbericht unterstreicht dabei die Bedeutung der Branche sowie die unentbehrliche Mobilisierung privaten Kapitals für die Immobilienwirtschaft insbesondere durch geschlossene Fonds, die eine besondere Bedeutung bei der Refinanzierung einnehmen (vgl. Kapitel 2.2.2 'Entwicklung der indirekten Immobilienanlageformen in Deutschland', S. 11ff). Dieser sog. Immobilienwirtschaftsbericht hebt nicht nur den Investitionsimpuls durch geschlossene Fonds hervor, sondern ebenfalls die eindrucksvolle Rolle, die der deutsche Wohnungs- und Immobilienmarkt *"als ein wichtiger Stabilitätsfaktor für die Gesamtwirtschaft"* einnimmt.

## **2 Die für Publikums-AIF unvollständig umgesetzte sog. 'de minimis'-Regel, die für mittelständische Häuser innerhalb gewisser Grenzen erhebliche Erleichterungen vorsieht (§ 2 Abs. 5 KAGB-E, S. 31f, 358)\***

Die AIFM-Richtlinie gibt in Artikel 3 Abs. 2 vor, dass mittelständische AIFM, die bestimmte Schwellenwerte nicht erreichen, bestimmten Ausnahmen unterliegen (**de-minimis-Regelung**). Diese Möglichkeit hat der Gesetzgeber mittlerweile teilweise übernommen. In § 2 Abs. 5 sind für eine AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft entsprechende Erleichterungen vorgesehen, jedoch folgt der Vorschlag, anders als bei den Spezial AIF in § 2 Abs. 4 nicht den in der AIFM-Richtlinie vorgesehenen Schwellenwerten. Zudem geht der Gesetzentwurf deutlich über die Anforderungen der AIFM-Richtlinie hinaus und verlangt von

\* Soweit nicht anders angegeben, beziehen sich die Seitenzahlen auf die Fassung des Gesetzentwurfs in der elektr. Vorabfassung v. 06.02.2013.

den AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften über die Registrierung hinaus weitere Pflichten in erheblichem Umfang. Rein eigenkapitalbasierte AIF verfügen generell über eine höhere Sicherheit, die auch im Gesetz durch die Verwendung des höheren Schwellenwertes von 500 Mio. € aus Gründen des (bei reinen Eigenkapitalfonds höheren) Anlegerschutzes analog zu den Spezial AIF aus der AIFM-Richtlinie aufgegriffen werden sollte. Auf diese Grenze von 500 Mio. € hatte auch das BMWi im Rahmen der Bundesrats-Unterrichtung zum Richtlinien-Entwurf verwiesen (vgl. BR-Dr. 441/09 v. 07.05.2009). Daher schlagen wir folgende Ergänzung in § 2 Abs. 5 KAGB-E vor:

**Änderungsvorschlag § 2, Absatz 5 (Änderung fett dargestellt):**

"Auf eine AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft sind nur die (...) entsprechend anzuwenden, wenn (...)

9. die verwalteten Vermögensgegenstände der verwalteten inländischen geschlossenen AIF einschließlich der durch den Einsatz von Leverage erworbenen Vermögensgegenstände insgesamt nicht den Wert von 100 Millionen Euro, **oder sofern für die AIF kein Leverage eingesetzt wird, insgesamt nicht den Wert von 500 Mio. Euro** überschreiten, und (...)"

**3 Das Verbot der Rückgewähr von Kommanditeilen gemäß § 152 Abs. 2 KAGB-E (S. 148, 437f)**

§ 152 Abs. (2) sieht vor, dass eine Rückgewähr der geleisteten Kommanditeinlage oder eine Ausschüttung, die den Wert der Kommanditeinlage unter den Betrag der geleisteten Kommanditeinlage herabmindert, nur mit Zustimmung des betroffenen Anlegers erfolgen kann. Zur Verstetigung möglichst gleich hoher Ausschüttungen an die Anleger legen geschlossene Fonds als Basis für die Ausschüttung die entsprechenden Liquiditätsüberschüsse zu Grunde, die jedoch aufgrund steuerlicher Effekte zunächst unter den Gewinnen liegen, so dass es häufig zur teilweisen Rückgewähr von Kommanditeinlagen kommt. Dies gilt insbesondere in den ersten Jahren, in den Anlaufkosten steuerlich wirksam sind, oder bei Anlageobjekten, die besonderen steuerlichen Vorschriften unterliegen, wie z. B. die Tonnagebesteuerung bei Schiffen. Legt man jedoch diese Vorschriften zu Grunde, bilden sich im Gegenzug hohe Liquiditätsreserven innerhalb des Fonds, während die Ausschüttungen in Abhängigkeit insbesondere der steuerlichen Situation starken Schwankungen unterliegen würden. Dies kann jedoch nicht im Sinne des Anlegers sein, der i. d. R. gleichbleibende Ausschüttungen bevorzugt, so dass hier eine Verstetigung im Sinne des Anlegerschutzes ist. Der Gesetzentwurf kennt demnach nicht die Möglichkeit der gewinnunabhängigen Ausschüttung. Würde Abs. 152 Abs. 2 Satz 3 in der aktuellen Formulierung ("*unter den Betrag der Einlage*") bestehen bleiben, müsste bei jeder gewinnunabhängigen Ausschüttung die Zustimmung des Anlegers eingeholt werden.

Um ein Wiederaufleben der Haftung zu vermeiden wird bereits heute ganz überwiegend im Verhältnis zur Kommanditeinlage eine verringerte Hafteinlage eingetragen. Daher lebt die Haftung des Anlegers im Außenverhältnis bei der Rückgewähr von Teilen der Kommanditeinlage nicht wieder auf, sondern insofern nur in den seltenen Fällen, in den die im Handelsregister eingetragene Hafteinlage gemindert wird. Insofern können die Anleger sich auf die bereits vorhandenen Regelungen in den §§ 171 und 172 HGB stützen.

Aus Gründen des Anlegerschutzes sollte die Möglichkeit geglätteter Ausschüttungen unbedingt erhalten bleiben, und ist in Übereinstimmung mit dem in der Gesetzesbegründung genannten 'Leitgedanken' (vgl. S. 437f) im Gesetzentwurf klarzustellen, dass eine gegenüber der Kommanditeinlage reduzierte Hafteinlage möglich ist und eine Ausschüttung nur insofern zustimmungs- und gesondert hinweispflichtig ist, als dass damit die eingetragene Hafteinlage unterschritten wird.

Insofern schlagen wir folgende Modifizierung des § 152 Abs. 2 vor:

**Änderungsvorschlag § 152, Absatz 2 (Änderung fett dargestellt):**

"Eine Rückgewähr der Einlage oder eine Ausschüttung, die den Wert der Kommanditeinlage (**Pflichteinlage**) unter den Betrag der **Haft**einlage herabmindert, kann außerhalb der Liquidation nur mit Zustimmung des betroffenen Anlegers erfolgen. Vor der Zustimmung ist der Anleger darauf hinzuweisen, dass er den Gläubigern der Gesellschaft unmittelbar haftet; soweit die **Haft**einlage durch die Rückgewähr oder Ausschüttung zurückbezahlt wird (...)"

**4 Die Beschränkung des Währungs-Risiko auf 30 % des Fondsvermögens gemäß § 261 Abs. 4 KAGB-E (S. 221, 474):**

Wie u. a. aus der Gesetzesbegründung zu entnehmen ist (S. 474), entstammt die o. g. Vorschrift, mit der eine Anlagegrenze für geschlossene Fonds gesetzlich vorgeschrieben werden soll – nämlich dass das Währungsrisiko max. 30 % betragen soll – 'historisch' aus dem Investmentgesetz bzw. aus dem Regulierungsregime für offene Immobilienfonds (Immobilien-Sondervermögen). Im Folgenden soll dargestellt werden, dass die Übertragung einer solchen Vorschrift auf den Bereich der geschlossenen Fonds sowohl gesetzesystematisch unnötig als auch inhaltlich nicht praktikabel bzw. schädlich ist:

- Mit dem Gesetzentwurf sowie bereits mit dem vorhergehenden geänderten Referentenentwurf des BMF vom 30.10.2012 für ein AIFM-Umsetzungsgesetz wurde die ursprünglich vom BMF beabsichtigte Unterwerfung von offenen Immobilienfonds und geschlossenen Fonds unter einen einzigen Unterabschnitt des spezialgesetzlichen Regulierungsrahmens (vgl. S. 325, 513 des BMF-Diskussionsentwurfs vom 20.07.2012) wieder zurückgenommen bzw. aufgegeben. Bei der o. g. Vorschrift § 261 Abs. 4 handelt es sich demnach um ein 'Überbleibsel' des inzwischen überholten Diskussionsentwurfs, das beim 'Bereinigen' des Kabinettsentwurfs ggf. 'vergessen' wurde: Im vorliegenden Entwurf kommt dem § 261 Abs. 4 KAGB-E keine gesetzessystematische Funktion mehr zu, da der Regelungsinhalt mit dem neu gefassten § 233 Abs. 2 in den Kabinettsentwurf reintegriert wurde (Kapitel 2, Abschnitt 3: Offene inländische Publikums-AIF, Unterabschnitt 5 'Immobilien-Sondervermögen').

Auch inhaltlich stellt die Beschränkung des Währungs-Risiko auf 30 % des Fondsvermögens gemäß § 261 Abs. 4 KAGB-E für geschlossene Fonds keine sinnvolle Vorgabe u. a. im Sinne des Anlegerschutzes dar. Im Gegenteil werden durch die in dieser Anlageklasse sachfremde Regelung sinnvolle Gestaltungen bei Single-Asset-Fonds oder diversifizierten Sachwert-Investments ohne Grund unterbunden, z. B. bei Portfolio- und Dachfonds sowie bei Logistik-Fonds wie Flugzeug- sowie Schiffsfonds, wie im Folgenden dargelegt werden soll:

Anders als bspw. bei Offenen Immobilienfonds, die in der Regel über ein Volumen von teilweise über 1 Mrd. Euro und zumeist eine Vielzahl von Immobilien verwalten (mindestens 20–30 Objekte), verfügen geschlossene (Immobilien-)Fonds regelmäßig über deutlich geringere Volumina. Das bedeutet, dass geschlossene Fonds bspw. nur eine oder wenige Immobilien oder sonstige Vermögensgegenstände verwalten oder ihr Fondskapital bspw. gleichmäßig in mehrere Zielfondsbeteiligungen aus unterschiedlichen Währungszonen streuen, mit denen Objekte dann anteilig erworben werden. Dies führt dazu, dass eine Beschränkung des Währungs-Risiko auf 30 % des Fondsvermögens bei großvolumigen offenen Immobilienfonds aus Sicht u. a. des Anlegerschutzes sinnvoll und praktikabel sein kann, während dies bei ge-

geschlossenen Fonds überwiegend nicht der Fall ist bzw. eine solche Währungsgrenze i. d. R. kontraproduktiv bzw. schädlich und nicht funktional ist. Begründung:

- Bei sog. Ein-Objekt-Fonds im Euro-Raum bspw. mit dem Anlagegegenstand einer Immobilieninvestition oder in Erneuerbare Energien ist die o. g. Vorschrift gemäß § 261 Abs. 4 KAGB-E in nahezu allen denkbaren Fällen aufgrund des Nicht-Vorhandenseins eines Währungsrisikos unnötig bzw. überflüssig und bspw. für den Anlegerschutz unwirksam.
- Bei Dachfonds, die bspw. nach dem Grundsatz der Risikomischung global in Zielfondsbeteiligungen u. a. aus dem Bereich Immobilien oder Infrastruktur nach festgelegten Kriterien investieren, ist die Streuung des Fondsvermögens in Fremdwährungen ausdrücklich erwünscht und in den prospektierten Anlagebedingungen (Länderliste etc.) vorgesehen. Hierzu gehört auch das Angebot von Investitionsstrategien, die im Rahmen eines internationalen Sachwertportfolios gänzlich in Fremdwährungen investiert sind, wobei einzelne Währungspositionen regelmäßig weniger als 30 % des Gesamtportfolios ausmachen. Dabei ergibt sich das Währungsexposure nicht aus spekulativen Gesichtspunkten, sondern aus der internationalen Sachwertstrategie mit Diversifikationscharakter. Solche Fondskonstruktionen und Anlagestrategien werden durch die geplante Beschränkung des Währungs-Risiko auf 30 % des Fondsvermögens gemäß § 261 Abs. 4 KAGB-E zum Nachteil des Angebotes für Privatanleger deutlich erschwert und in der Praxis unmöglich gemacht. Das Risiko für Privatanleger dürfte jedoch in einem derart diversifizierten Portfolio geringer ausfallen als bei der sog. 'Währungskongruenz', die der Anleger zunächst durch einen Fremdwährungskauf (kauft z. B. US-Dollar) ermöglichen muss, die gemäß Gesetzesbegründung nach wie vor zulässig ist (S. 474).
  - Bei geschlossenen Fonds, die bspw. in maritime Logistik wie Schiffe sowie in Flugzeuge investieren, ergibt sich die geplante Beschränkung des Währungs-Risiko auf 30 % des Fondsvermögens gemäß § 261 Abs. 4 KAGB-E eine analoge Problematik: Bei den zuvor genannten Anlageklassen ist in vielen Bereichen der US-Dollar die gängige Handelswährung. Durch die Vorschrift gemäß § 261 Abs. 4 KAGB-E würden jedoch in der Zukunft solche Konzeptionen benachteiligt bzw. deutlich erschwert, in den die Einlage des Anlegers in Euro erfolgt und die meisten Transaktionen bspw. in US-Dollar getätigt werden. Hierbei werden i. d. R. zugunsten des Anlegers entsprechende Währungssicherungsgeschäfte in der Investitionsphase und in der ersten Betriebsphase seitens des Anbieters vorgenommen, die das Währungsrisiko deutlich reduzieren. Würden dieselben Investitionen in Form der Währungskongruenz erfolgen (Kongruenz von Nennwährung des AIF bzw. Einlagen und Investitionswährung), die gemäß Gesetzesbegründung auch weiterhin möglich sind (vgl. S. 474), wird das Währungsrisiko damit faktisch vollständig auf den Anleger verlagert. Auch aus diesen Fallkonstellationen wird ersichtlich, dass durch die geplante Reglementierung des Fremdwährungsanteils von geschlossenen Fonds kein Nutzen für den Anlegerschutz erzielt, sondern vielmehr Währungsrisiken für den Anleger indirekt erhöht werden.

**Änderungsvorschlag: Aus den vorgenannten Gründen empfehlen wir, § 261 Abs. 4 KAGB-E zur Beschränkung des Währungs-Risikos auf 30 % des Fondsvermögens bei geschlossenen Publikums-AIF zu streichen.**

Ergänzende Erläuterung: Wie diversen Berichten und Stellungnahmen zu entnehmen war, besteht die Regelungsintention des § 261 Abs. 4 KAGB-E vordringlich darin, zu verhindern, dass geschlossene Fonds aus dem Dollar- oder Euro-Raum in großem Stil mit nicht währungskongruenten Krediten in Schweizer Franken oder japanischen Yen finanziert werden. Solche Fremdwährungskredite hatten bei bestimmten Fonds in den vergangenen Jahren Probleme ausgelöst oder verschärft. Eine Regulierung des Einsatzes

von Fremdwährung im Rahmen der nicht währungskongruenten Fremdfinanzierung erscheint auch sachgerecht und angemessen. Der aktuelle Entwurf des § 261 Abs. 4 KAGB-E geht aber dem Wortlaut nach weit über dieses formulierte Ziel der Einschränkung von Währungsspekulation hinaus und verbietet u. a. Währungsdiversifikation mittels Sachwertinvestitionen in Fremdwährungen, bei denen grds. die Risikomischung im Vordergrund steht, und gerade nicht spekulative Währungselemente, die der Gesetzgeber einzuschränken versucht. Alternativ ist es dem Gesetzgeber anheim gestellt, zur besseren Durchsetzung seiner Regelungsintention – anstatt der Einfügung des § 261 Abs. 4 KAGB-E – den Einsatz von nicht fondswährungskongruenten Fremdfinanzierungen mittels Ergänzung des § 263 KAGB-E zu unterbinden.

## **5 Die Anzahl der Vermögensgegenstände im Hinblick auf die Risikomischung sowie die Mindestzeichnungssumme von 20.000 € gemäß § 262 KAGB-E (S. 221f, 474)**

In § 262 Abs. 1 wird eine gewisse Risikomischung gefordert. Definiert wird diese durch die Investition in mindestens drei Sachwerte im Sinne des § 261 Abs. 2. Der dabei verfolgte Ansatz der Risikomischung erscheint durchaus sinnvoll, aber durch die Begrenzung auf die Sachwerte im Sinne des § 261 Abs. 2 sind insbesondere im Hinblick auf eine sich im Laufe der Zeit verändernde Investitionslandschaft zu eng gefasst. Letztlich geht es bei dem Ansatz um eine Risikomischung durch mehrere Vermögensgegenstände und diese wird durch die Hinzunahme weiterer Vermögensgegenstände wie z. B. der ÖPP-Projektgesellschaften (§ 261 Abs. 1 Nr. 2) verbessert. Deshalb sollte in § 262 Abs. 1 eine entsprechende Klarstellung erfolgen:

### **Änderungsvorschlag § 262, Absatz 1 (Änderung fett dargestellt):**

"Die AIF–Kapitalverwaltungsgesellschaft darf für einen geschlossenen inländischen Publikums-AIF nur nach dem Grundsatz der Risikomischung investieren. Der Grundsatz der Risikomischung des Satzes 1 gilt als erfüllt, wenn

1. entweder in mindestens drei **Vermögensgegenstände auch innerhalb der gleichen Vermögensanlageklasse** im Sinne des § 261 investiert wird und die Anteile jedes einzelnen **Vermögensgegenstandes** am Wert des gesamten AIF im Wesentlichen gleichmäßig verteilt sind, oder
2. bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise **durch die Nutzungsstruktur des Vermögensgegenstandes oder der Vermögensgegenstände** eine Streuung des Ausfallrisikos gewährleistet ist."

In § 262 Abs. 2 wird darüber hinaus festgelegt, unter welchen Bedingungen von dem Grundsatz der Risikomischung abgewichen werden darf. U. a. ist dies der Fall, wenn die Mindestzeichnungssumme bei entsprechenden AIF 20.000 Euro beträgt (§ 262 Abs. 2 Nr. 2a). Weitere Einschränkungen, wie sie in § 262 Abs. 2 Nr. 1 sowie Nr. 2b vorgesehen sind, sind aus folgenden Gründen abzulehnen bzw. zu streichen:

- Durch die Mindestanlagesumme von 20.000 Euro ist im Zuge mit den bereits geltenden Verschärfungen des Vertriebsrechts u. a. hinsichtlich Kundenaufklärung und Annahmerichtlinien sowie anlegerorientierter Beratung in hinreichender Form gewährleistet, dass sog. Ein-Objekt-Fonds nicht an ungeeignete Kundenklientel vertrieben werden können. Die zusätzliche obligatorische Hinweispflicht "*auf das Ausfallrisiko mangels Risikomischung*" gemäß § 262 Abs. 2 an

herausgehobener Stelle im Verkaufsprospekt reduziert weiterhin die Gefahr, dass sog. Ein-Objekt-Fonds an aus Sicht des Gesetzgebers unerwünschte Zielgruppen verkauft werden.

- Da bei Ein-Objekt-Fonds bzw. AIF mit einem Vermögensgegenstand in nahezu allen Fällen das jeweilige Anlageobjekt feststeht, handelt es sich i. d. R. nicht um Blind-Pools, so dass durch die entsprechenden gesetzlichen und zivilrechtlichen Vorschriften zur Prospektierung eine hohe Transparenz des Investments besteht. Weitere Einschränkungen beim Vertrieb von Ein-Objekt-Fonds über die o. g. Punkte hinaus, führen unweigerlich dazu, dass mehr Blind-Pools aufgelegt werden, wodurch die Intention des Gesetzgebers im Sinne der Transparenz und des Anlegerschutzes ggf. konterkariert wird.

Konkret zählen hierzu u. a. folgende genannte Einschränkungen, die aus unserer Sicht kontraproduktiv wirken und daher zu streichen sind:

#### **Änderungsvorschlag § 262, Absatz 2:**

- § 262 Abs. 2 Nr. 1: Die dortige Formulierung mit der Regelungsintention, dass in Private Equity (Beteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen) nur unter Beachtung des Grundsatzes der Risikomischung investiert werden darf, ist zumindest missverständlich: Einerseits ist es branchenüblich, dass alle gängigen Private Equity-Fonds den Grundsatz der Risikomischung beachten, da das Investitionskapital i. d. R. über mehrere Beteiligungen gestreut wird, andererseits wird durch den Wortlaut der Formulierung die Investition in grds. alle Objektgesellschaften erfasst sowie ebenfalls in breit streuende Private Equity Dachfonds. Hilfsweise sollte klargestellt werden, dass durch die Investition in einen Dachfonds bzw. als Feeder-Konstruktion ebenfalls der Grundsatz der Risikomischung realisiert wird. **Der vorgenannte Punkt ist daher zu streichen.**
- § 262 Abs. 2 Nr. 2b: Durch diese Bestimmung werden dem AIFM diverse Prüfungspflichten hinsichtlich des Kenntnisstandes und der persönlichen Situation des konkreten (semiprofessionellen) Anlegers auferlegt (Sachverstand, Vorkenntnisse, Risikoverständnis etc.), die in der Praxis schlechterdings nicht beherrschbar sind: Hierdurch werden die Aufgaben des Beraters sowie entsprechende Haftungsrisiken auf den AIFM übertragen. Die Einstufung eines Anlegers als semiprofessioneller Anleger gemäß § 1 Abs. 19 Nr. 33 KAGB-E beruht zudem auf zahlreichen diffusen und damit auslegungsbedürftigen Begriffen und Kategorien, die zudem einen hohen bürokratischen Aufwand nach sich ziehen. Zudem ist es aus gesetzgeberischer Sicht höchst unerwünscht, dass an dieser Stelle des KAGB-E bereits die Kategorie eines semiprofessionellen Anlegers mit diffusen Versatzstücken beschrieben wird, ohne dass eine entsprechende praktikable Legal-Definition auf Ebene des EU-Rechts vorliegt. **Der vorgenannte Punkt ist daher zu streichen.**

## **6 Die Beschränkung der Fremdkapitalaufnahme auf 60 % gemäß § 263 Abs. 1 und 4 KAGB-E (S. 222, 474)**

Die Vorschrift zur Begrenzung des Leverage setzt insbesondere Bestimmungen aus Artikel 25 der AIFM-Richtlinie um, wobei hier vor allem die *"Nutzung von Hebelfinanzierungen zur Entstehung von Systemrisiken im Finanzsystem oder des Risikos von Marktstörungen"* (AIFM-Richtlinie Artikel 25, Abs. 3) im Vordergrund stehen. Diese Systemrisiken oder Marktstörungen können jedoch aufgrund des jeweiligen

typischen Fondsvolumens durch geschlossene Publikums-Fonds nicht auftreten. Die Vorschrift beeinträchtigt jedoch insbesondere geschlossene Publikums-AIF, die in Anlagen zur Erzeugung Erneuerbarer Energien investieren, wie z. B. Solarfonds, da bei solchen Investitionen Fremdkapitalquoten von über 70 % marktüblich sind. Die Finanzierung bspw. von Photovoltaik-Windenergieinvestitionen in der bisherigen Form wäre nach wie vor deutlich erschwert, mit entsprechenden unerwünschten negativen Auswirkungen für die Volkswirtschaft und die nachhaltige Energieerzeugung, so dass wir eine Erhöhung der Quote auf 70 % vorschlagen.

Zur Begründung ist u. a. anzuführen, dass bei einer Immobilien-Finanzierung durch ein Kreditinstitut heute eine FK-Finanzierung i. d. R. bis 60 % des Beleihungswertes stattfindet. Bei erneuerbaren Energie-Anlagen (Wind, Solar) finanzieren Kreditinstitute heute (sogar) deutlich mehr als nur 70 % – und das sogar über die staatliche KfW-Bank aus z. T. staatlichen Förderprogrammen. Durch den Änderungsvorschlag wird hier an dieser Stelle somit nur das nachvollzogen, was die wertmäßige Kredit-Beleihung öffentlicher Bank und deren Förderprogrammen seit Jahren praktizieren. Eine Begrenzung auf nur 60 % würde die politisch von allen im Deutschen Bundestag vertretenen Parteien beschlossene Energiewende, den vollständigen Ausstieg aus der Atomenergie bis 2021, schwer bremsen oder gar zum Stillstand bringen, u. a. da es keine 'Bundeserrichtungs-Agentur' gibt, die dennoch Wind- oder Solaranlagen errichtet und einspringt, wenn auf Grund der marktunüblichen Finanzierungsbedingungen in diesem Bereich private und mittelständische Investoren nicht mehr im Bereich der erneuerbaren Energien investieren. Zudem möchten wir darauf hinweisen, dass die jetzigen üblichen FK-Gewährungen (aus dahinterliegenden öffentlichen KfW-Förderprogrammen) letzten Endes Förderprogramme des Bundes sind – und von den zuständigen Bundesministerien abhängig und genehmigungspflichtig sind.

Ferner stellt sich die Frage, wie eigenkapitalähnliche/-ersetzende Mittel wie Stille Gesellschafterbeteiligungen, Mezzaninekapital etc. in die Berechnung der Quote einfließen. Aufgrund ihres eigenkapitalähnlichen Charakters sollten diese dem Eigen- und nicht dem Fremdkapital zugeschlagen werden, da ein solcher Finanzierungsmix i. d. R. die Investitionen absichert.

Zudem stellt sich die Frage, wie die Quote im Hinblick auf den laufenden Geschäftsbetrieb des Fonds zu interpretieren ist. Üblicherweise haben bspw. bei geschlossenen Immobilienfonds aktuelle Marktschwankungen keine Auswirkungen auf den Fonds selbst, da dieser i. d. R. langfristige Mietverträge und langfristige Darlehensverträge hat. Stellt die 60 %-Grenze jedoch auf den aktuellen, sich verändernden Verkehrswert ab, wirft dies für den AIF eine ständige Problematik auf, die nicht gewollt sein kann. Sinkt bspw. aufgrund aktueller Marktschwankungen der – da kein aktueller Verkauf geplant ist – hypothetische Immobilienwert, müssten die Anleger zur Aufrechterhaltung der 60 %-Grenze Nachschüsse leisten, obwohl innerhalb des Fonds die Einkunfts- und Liquiditätslage völlig unverändert (positiv) wäre. Eine derartige Verstärkung zyklischer Effekte allein aufgrund einer im Gesetz(entwurf) festgezurrten Fremdkapitalgrenze kann nicht im Sinne des Anlegerschutzes sein! Daher sollte klarstellend ergänzt werden, dass diese Grenze zum Zeitpunkt der Fondsschließung gilt, um aus Anlegerschutzgründen zu verhindern, dass wirtschaftlich eigentlich nicht notwendige Nachschussverpflichtungen aufleben, allein aufgrund einer im Gesetz (und nicht im Darlehensvertrag) festgeschriebenen laufenden Loan-To-Value-Klausel. Wir schlagen daher vor § 263 Abs. 1 und 4 wie folgt zu ergänzen:

**Änderungsvorschlag § 263, Absatz 1 und 4 (Änderung fett dargestellt):**

"(1) für einen geschlossenen inländischen Publikums-AIF dürfen Kredite nur bis zur Höhe von **70** Prozent des Wertes des geschlossenen Publikums-AIF und nur dann aufgenommen werden, wenn die Bedingungen der Kreditaufnahme marktüblich sind und dies in den Anlagebedingungen vorgesehen ist (...)

(4) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft ***muss zum Zeitpunkt der Fondsschließung*** sicherstellen, dass die Belastung nach Satz 1 nicht höher ist als der Prozentsatz der Kreditaufnahme an dem geschlossenen Publikums-AIF und insgesamt **70** Prozent des Verkehrswertes der im geschlossenen Publikums-AIF befindlichen Vermögensgegenstände im Sinne des § 261 Absatz 1 Nummer 1 nicht überschreitet."

## **7 Häufigkeit und Umfang kostenintensiver Bewertungsverfahren gemäß §§ 261 Abs. 5 u. 6 sowie 271 bis 272 KAGB-E (S. 221, 227f, 474, 479f)**

Für den Erwerb von Vermögensgegenständen durch den AIF sehen die §§ 261 Abs. (5) und Abs. (6) vor, dass diese zunächst durch einen externen Bewerter bewertet worden sein müssen. Ferner müssen eine Bewertung der Vermögensgegenstände des AIF und die Berechnung des Nettoinventarwertes je Anteil mindestens einmal jährlich durch einen externen oder internen Bewerter erfolgen. Die Bewertung sowie die vorgesehene Berechnung des Nettoinventarwertes eines Anteils sollen im Übrigen auch dann durchzuführen sein, wenn das Gesellschaftsvermögen des AIF erhöht oder herabgesetzt wird. Weitere Ausführungen zu den Bewertungsverfahren sind in den Art. 67–74 der AIFM-Umsetzungs-Verordnung (Level II) genannt. Aber auch hier sind keine praktischen Hinweise gegeben, wie bspw. Immobilienentwicklungen im speziellen zu bewerten sind, insbesondere wie ein Marktwert zu beurteilen wäre.

Als externer Bewerter kann dabei nur ein Abschlussprüfer im Sinne des § 319 Abs. 1 Satz 1 und 2 HGB bestellt werden. Dabei beruft sich der Gesetzesentwurf auf die Vorgaben von Artikel 19 der AIFM-Richtlinie. Allerdings sieht Artikel 19 Bewertungen und Berechnungen von geschlossenen AIF zwingend nur dann vor, wenn das Kapital des entsprechenden AIF erhöht oder herabgesetzt wird. Es ist nicht verständlich, warum der Gesetzesentwurf auch insoweit über die Richtlinievorgaben hinausgeht – zumal mit dieser Häufigkeit kostenintensiver Bewertungsverfahren. Da der Anleger in der unternehmerischen Investitionsgemeinschaft langfristig gebunden und die einzelne Beteiligung nicht fungibel ist, bildet ein alljährliches Bewertungsverfahren zwar vorhandene Marktschwankungen nach, ist dem Anleger im Hinblick auf die Realisation eines Anlageerfolges oder -misserfolges auf Basis des aktuell durchgeführten Bewertungsverfahrens allerdings wenig hilfreich. Die neben der periodischen Bewertung festgeschriebene Bewertung bei Erhöhung/Herabsetzung des Gesellschaftsvermögens sollte klarer definiert werden.

Ansonsten droht insbesondere bei großvolumigen Fonds ein Bewertungs-marathon, falls ein solcher bspw. bei dem Ausstieg eines einzelnen Anlegers nötig wird. Ferner ist unklar, zu welchem Zeitpunkt jeweils eine entsprechende Bewertung stattzufinden hat. Für die Zeit der Kapitaleinwerbung erscheint die Beschränkung im Übrigen in jedem Fall nicht angemessen.

Ebenso ist im Hinblick auf die Bewertung bei Erwerb eine Klarstellung erforderlich, ob und ab welchen Schwellenwerten (Anzahl und Volumen) eine Bewertung von Einzelassets bei breit investierenden Portfolio- bzw. Dachfonds erforderlich ist. Ansonsten würde eine begrüßenswerte Risikomischung durch die vorgeschriebene Vielzahl teurer Gutachten bestraft und die Realisation von Portfoliofonds allein aufgrund der Bewertungsgutachten unbezahlbar. Auch würden Erwerbsvorhaben bspw. durch Zweitmarkt-Portfoliofonds vielfach scheitern, da der Veräußerer sicherlich lieber an einen Erwerber veräußert, der schnell handlungsfähig ist und nicht auf die Prüfung/Stellungnahme des Gutachters warten möchte. Die Vorgaben gingen also wiederum zu Lasten der Anleger. Im Ergebnis ist im Hinblick auf die deutsche Umsetzung zweifelhaft, ob die Anzahl der Bewertungen und die Bewertung durch externe Abschlussprüfer bei einem geschlossenen Fonds im Sinne des Anlegerschutzes aufgrund der Kosten in diesem Umfang sinnvolle Maßnahmen sind. Die EU-Richtlinie sieht vor, dass auch der AIFM selbst die Bewertung vor-

nehmen kann. Dies sollte auch das deutsche Umsetzungsgesetz ermöglichen, und ebenfalls bei obligatorischen Bewertungen vor Erwerb eines Vermögensgegenstandes eine interne Bewertung ermöglicht werden bzw. ein andersartig Sachkundiger mit der Bewertung betraut werden können.

Wir empfehlen diesbezüglich die Einführung einer Bagatellgrenze von 10 % bezüglich des Investitionsvolumens des AIF, da ansonsten u. a. der für Privatanleger und für deren Fungibilität wichtige Zweitmarkt schwer geschädigt würde und zudem für den Markt und für Privatanleger sinnvolle Dachfonds-Konzeptionen, die den Grundsatz der Risikomischung voll erfüllen, in der Praxis unmöglich gemacht würden: Für Zweitmarkt-Dachfonds sowie Portfoliodachfonds und sonstige Dachfonds sollte die externe Bewertungspflicht vor Erwerb eines Vermögensgegenstandes in solchen Fällen ausgenommen werden, in denen die Investition weniger als 10 % des geplanten und prospektierten Fonds-Volumens beträgt. Andernfalls besteht die Gefahr, dass die Prüfungskosten eine an sich und gerade für Privatanleger sinnvolle, kleinteilige Investitionstrategie und Risikomischung von Beginn an völlig unrentabel und zunichte machen. Anders als im Bereich der Offenen Immobilienfonds (die mit § 67 Investmentgesetz die Vorlage zu den o. g. Vorschriften bilden) stehen hier die Prüfungskosten in keinem Verhältnis zu den branchenüblichen Stückelungen, so dass jede Aussicht auf eine Rendite von Beginn an unrealistisch ist.

**Ergänzungsvorschlag § 261, Absatz 5 und 6:** Den beiden Paragraphen ist jeweils folgender Passus hinzuzufügen: "Ausgenommen hiervon sind Investitionen, die in ihrem Wert 10 % des prospektierten Fondsvolumens nicht übersteigen."

## **8 Die Übergangsvorschriften im Hinblick auf den Schutz bereits emittierter Bestandsfonds gemäß § 353 KAGB-E (S. 302f, 531f)**

Der Gesetzentwurf sieht in u. a. in Abstufungen vor, dass nur Bestandsfonds deren Investitionsphase zum 22.07.2013 schon verstrichen bzw. abgeschlossen ist, von den wesentlichen Vorschriften ausgenommen werden. Dies hat massive Auswirkungen auf bereits emittierte Bestandsfonds, die insbesondere aufgrund von Anspar- oder Reinvestitionskomponenten (z. B. bei Immobilienhandelsfonds oder Projektentwicklungen) nach dem 22.07.2013 plangemäß investieren. Diese sowie deren Anbieter (bis auf Ausnahmen z. B. bei Anlagebedingungen und Prüfungsaufwand) hätten auch für die bereits vor Jahren emittierten Fonds innerhalb der Übergangsfristen die Anforderungen der Richtlinie hinsichtlich Kapitalausstattung und Organisation voll zu erfüllen haben. Gelingt dies nicht, weil z. B. die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft keine neuen AIF emittiert und deshalb keine Erlaubnis bzw. Registrierung beantragt, besteht konkrete Gefahr für das verwaltete Anlegervermögen vieler Anleger: Geschlossene Publikums-AIF, deren AIFM aus welchen Gründen auch immer nicht rechtzeitig eine Lizenz erlangt, werden abgewickelt oder gemäß § 343 'zwangsweise' unter Fremdverwaltung gestellt. Dies wäre auch bei gut gemanagten AIF bzw. Fonds, die sich in einer wirtschaftlich intakten Situation befinden, i. d. R. mit massiven Vermögensverlusten sowie sonstige Nachteilen verbunden. Aber auch für Bestandsfonds bzw. AIF, deren Manager eine Lizenz erteilt bekommen und die Auflagen von AIFM erfolgreich erfüllen können, drohen massive Beeinträchtigungen: Diese müssen nun unter völlig anderen Voraussetzungen operieren und ihre ursprüngliche – oft sehr erfolgreiche – Anlagestrategie u. a. durch eine nachträglich auferlegte Bewertungspraxis anpassen, um den gesetzlichen Anforderungen gerecht zu werden. Hierdurch entstehen signifikante Mehrkosten zu Lasten der Anleger, die bei Emissionsstart nicht einkalkuliert bzw. berücksichtigt werden konnten.

Damit ergeben sich für Anleger in vor dem 22.07.2013 bereits emittierten Altfonds mit Anspar- oder Reinvestitionskomponenten massive Nachteile in Form einer Vermögensgefährdung und/oder entsprechenden Renditereduzierungen, allein aufgrund des nachträglichen Eingriffs in die unternehmerische

Freiheit. Vor dem Hintergrund einer auch verfassungsrechtlich fragwürdigen, mittelbaren Rückwirkung und des tiefen rückwirkenden Eingriffs in die Gesellschaftsrechte der Anleger sollten vor dem 22.07.2013 emittierte Bestandsfonds generell aus dem Regelungsbereich der Richtlinien-Umsetzung herausgenommen werden. Da bei einem geschlossenen Fonds keine neuen Anleger mehr beitreten können, ergibt sich kein Nachteil aus Sicht des Anlegerschutzes, aber eine erheblich höhere Sicherheit im Hinblick auf die Fortführung des Fonds und des Investitionskonzeptes für die Anleger! Daher schlagen wir nachfolgende Einführung des § 353 Abs. 3b vor.

**Änderungsvorschlag § 353, Absatz 3b:**

***"Sofern AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften ausschließlich geschlossene AIF verwalten, deren Zeichnungsfrist vor dem 22. Juli 2013 abgelaufen ist und die gemäß dem bei Beitritt dem Anleger bekannten Investitionskonzept auch nach dem 21. Juli 2013 in dem prospektgemäßen Ausmaß investieren und reinvestieren, können sie solche AIF weiterhin verwalten, ohne dass sie die Vorschriften dieses Gesetzes einhalten müssen."***

Zumindest sollte hilfsweise aus Gründen des Anlegerschutzes die Frist in § 353 Abs. 3 vom 21. Juli 2016 in eine möglichst lange Frist mit bspw. zehn Jahren Laufzeit auf den 21. Juli 2022 gewandelt werden, um den Fonds so zu ermöglichen, ihr Anlagekonzept umzusetzen und massive Einbußen zu vermeiden.

## **9 Verschiedenes/Redaktionelle Klarstellungen**

### **9.1 Die im Gesetzentwurf festgelegte sachfremde Beschränkung auf wenige Vermögensgegenstände gemäß § 261 Abs. 1, Nr. 1–9, Abs. 2 KAGB-E (S. 220f, 473):**

Der überarbeitete Gesetzentwurf wurde im Hinblick auf die Liste der Vermögensgegenstände durch die Aufnahme des Begriffs der "Sachwerte" (§ 261 Abs. 1 Nr. 1) sinnvoll erweitert. Die Klärung in § 261 Abs. 3 unterstreicht, dass nicht in Derivate zum Selbstzweck sondern lediglich zur Absicherung investiert werden darf. Durch die vorgenommene Erweiterung um den Begriff der Sachwerte besteht ausreichende Flexibilität, um langfristig auf Marktveränderungen reagieren zu können und unternehmerisch geprägte Anlegergemeinschaften neue, attraktive Investitionsgegenstände erschließen zu können. Wie in der Begründung ausgeführt soll die Aufzählung der Sachwerte in Absatz 2 nur beispielhaft erfolgen. Dies sollte sich direkt im Gesetzestext niederschlagen, deshalb schlagen wir folgende redaktionelle Klärung in § 261 Abs. 2 vor:

**Änderungsvorschlag § 261, Absatz 2 (Änderung fett dargestellt):**

"Sachwerte im Sinne des Absatzes 1 Nummer 1 sind **beispielsweise** (...)"

### **9.2 Die Anzeigepflicht einer AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft beim beabsichtigten Vertrieb von inländischen Publikums-AIF im Inland gemäß § 316 KAGB-E (S. 262f, 498f)**

Generell begrüßen wir die Regulierung bei der Erstellung von Verkaufsprospekten und die im überarbeiteten Entwurf engere Bezugnahme insbesondere im Hinblick auf die Bearbeitungsfristen des erst jüngst erarbeiteten VermAnIG. Kritisch sind jedoch die in § 316 Abs. 1 Nr. 5 nicht klar definierten einzureichen-

den Unterlagen im Sinne aller "weiteren für den Anleger verfügbaren Informationen über den angezeigten AIF", die so bspw. bis zu Werbeflyern oder geschalteten Anzeigen reichen können. Sinnvoll erscheint hier eine Beschränkung auf die für den Anleger wesentlichen und diesem in jedem Fall auszuhändigenden Unterlagen wie den Verkaufsprospekt. Sollten weitere Unterlagen wie z. B. den in der Begründung (S. 498) genannten Jahresbericht eingefordert werden, sollten diese konkret benannt werden, andernfalls sollte der zu unbestimmte § 316 Abs. 1 Nr. 5 ersatzlos gestrichen werden.

### **9.3 Genehmigung und Änderung der Anlagebedingungen gemäß § 267 Abs. 1–3 KAGB-E (S. 224, 476f)**

§ 267 Abs. (1) sieht vor, dass die Anlagebedingungen sowie deren Änderungen der Genehmigung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht bedürfen. Dabei sieht § 267 Abs. (2) eine Prüfungsfrist von vier Wochen vor. Eine separate Prüfung/Genehmigung der Anlagebedingungen durch die BaFin erscheint nicht angezeigt. Die Prüfungsfrist der BaFin ist im Übrigen zu lang. Das Erfordernis einer separaten Prüfung der Anlagebedingungen durch die BaFin gemäß § 267 Abs. 1 und 2 sollte gestrichen werden. Dies kann Gegenstand der Prospektprüfung durch die BaFin sein. Hilfsweise sollte für die Prüfung der Änderungen der Anlagebedingungen die Prüfungsfrist der BaFin bei der Prospektprüfung verkürzt werden.

§ 267 Abs. (3) sieht vor, dass eine Änderung der Anlagebedingungen, die mit den bisherigen Anlagegrundsätzen des geschlossenen Publikums-AIF nicht vereinbar ist oder zu einer Änderung der Kosten oder wesentlichen Anlegerrechte führt, nur mit Zustimmung einer qualifizierten Mehrheit von Anlegern, die mindestens 75 % des Zeichnungskapitals auf sich vereinigen, möglich ist. Die vorgesehene Zustimmungquote ist in der Praxis nicht erreichbar. Dies etwa deshalb, weil regelmäßig eine Vielzahl von Anlegern an Beschlussfassungen gar nicht teilnimmt. Damit wären im Regelfall Änderungen der Anlagebedingungen nicht möglich. Es sollte an eine qualifizierte Mehrheit angeknüpft werden, die an dem **an der Beschlussfassung teilnehmenden Kapital** anknüpft. Bzgl. § 267 Ab. 3 sollte für die Beschlussfassung über eine Änderung der Anlagebedingungen auf eine qualifizierte Mehrheit abgestellt werden, die an dem an der Beschlussfassung teilnehmenden Kapital anknüpft:

#### **Änderungsvorschlag § 267, Absatz 3 (Änderung fett dargestellt):**

"Eine Änderung der Anlagebedingungen, die mit den bisherigen Anlagegrundsätzen des geschlossenen Publikums-AIF nicht vereinbar ist oder zu einer Änderung der Kosten oder der wesentlichen Anlegerrechte führt, ist nur mit Zustimmung einer Mehrheit von Anlegern, die mindestens 75 % **des an der Beschlussfassung teilnehmenden Kapitals** auf sich vereinigen, möglich (...)"

markt intern Verlag GmbH  
Redaktion 'kapital-markt intern'  
Dipl.-Kfm. Uwe Kremer  
Redaktionsdirektor

Christian Prüßing M. A.  
Redaktionsleiter

Grafenberger Allee 30, 40237 Düsseldorf  
Tel.: 0211/66 98-164, E-Mail: [kmi@markt-intern.de](mailto:kmi@markt-intern.de)

**kapital-markt  
intern**