

S. 1	Einleitung
S. 3	Hedgefonds
S. 4	Private Equity Fonds
S. 6	(Offene) Immobilienfonds
S. 7	Geschlossene Sachwertfonds (geschlossene Publikums-, Spezial-AIF)
S. 9	Investmentkommanditgesellschaft (Pension Pooling)
S. 10	Investmentaktiengesellschaft
S. 11	Vertrieb
S. 12	Erlaubnisfragen (insbes. Auslagerung)

## Das deutsche Umsetzungsgesetz zur AIFM-Richtlinie – eine kritische Bestandsaufnahme des Referentenentwurfs

### 1. Einleitung

#### Umsetzung der AIFM-Richtlinie – Vorgehensweise des deutschen Gesetzgebers

##### *Rechtsgrundlagen*

Am 20. Juli 2012 veröffentlichte das Bundesministerium für Finanzen („**BMF**“) den Diskussionsentwurf eines Gesetzes („**AIFM-UmsG**“) zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds („**AIFM-RL**“). Das AIFM-UmsG sieht im Zuge der Umsetzung der AIFM-RL insbesondere die Aufhebung des Investmentgesetzes („**InvG**“) vor, das unter anderem die so genannte OGAW-Richtlinie 2009/65/EG („**OGAW-RL**“) umsetzt. Geändert bzw. angepasst werden daneben 26 weitere Gesetze und Verordnungen. Als Ersatz für das aufzuhebende InvG ist vorgesehen, das sogenannte Kapitalanlagegesetzbuch („**KAGB**“ oder „**KAGB-E**“) zu schaffen, welches zukünftig den Rechtsrahmen für sämtliche Investmentfonds darstellen soll. Die am 21. Juli 2011 in Kraft getretene AIFM-RL ist bis zum 22. Juli 2013 in nationales Recht umzusetzen. Zahlreiche Regelungen des KAGB-E verweisen auf die bisher nur im Entwurf vorliegende Umsetzungsverordnung der AIFM-RL (Entwurf vom Juli 2012), („**AIFM-VO**“).

##### *Vorgehen des deutschen Gesetzgebers*

Grundsätzlich strebt der Entwurf des KAGB eine Eins-zu-Eins-Umsetzung der AIFM-RL an. Das bedeutet, dass die Vorgaben der AIFM-RL so weit wie möglich unverändert in deutsches

Recht aufgenommen werden. In einigen Punkten geht das BMF jedoch über die zwingenden Mindestvoraussetzungen der AIFM-RL hinaus und setzt damit für die deutsche Fondsindustrie einen strengeren Rechtsrahmen als vom europäischen Gesetzgeber vorgesehen. So sieht die AIFM-RL beispielsweise lediglich eine Registrierungs- und Berichtspflicht für Fonds mit einem geringen Fondsvermögen vor. Nach dem Entwurf des KAGB sollen auch diese „kleinen“ Fonds vollständig vom KAGB erfasst werden. Dies begründet das BMF mit einem erhöhten Anlegerschutzinteresse.

##### **Die Aufhebung des Investmentgesetzes – geplante Änderungen**

Die Regelungen des aufzuhebenden InvG werden weitgehend in das KAGB-E übernommen. Die nach dem InvG bestehenden Arten von Investmentvermögen sollen überwiegend erhalten bleiben. Strukturell verändert werden jedoch die offenen Immobilien-Sondervermögen und die Infrastruktur-Sondervermögen. Beide Fondstypen sind zukünftig nur noch als geschlossene Fonds zulässig. Gänzlich abgeschafft werden die Mitarbeiterbeteiligungs-Sondervermögen und die Altersvorsorge-Sondervermögen.

##### *Materieller Investmentfondsbegriff*

Der Entwurf sieht die Aufgabe des bisher verwendeten formellen Investmentfondsbegriffs vor und ersetzt diesen mit dem materiellen Investmentfondsbegriff, entsprechend der

AIFM-RL. Nach dem formellen Investmentfondsbegriff qualifizierte jeder Organismus zur gemeinsamen Kapitalanlage, der von einer Mehrzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es nach einer festgelegten Anlagestrategie im Interesse der Anleger zu investieren, als Fonds soweit er die Anforderungen des InvG erfüllt. Erfüllte ein Fonds diese Anforderungen nicht, so konnte er dennoch nach einem anderen Gesetz zulässig sein. Dies ändert sich mit der Umsetzung der AIFM-RL und der damit verbundenen Einführung des materiellen Investmentfondsbegriffs. Zukünftig qualifiziert eine gemeinsame Kapitalanlage entweder als ein der OGAW-RL entsprechendes Investmentvermögen („**OGAW-Fonds**“) oder als Alternativer Investmentfonds („**AIF**“) entsprechend der AIFM-RL bzw. der jeweiligen Umsetzung in deutsches Recht. Anderweitige Fondstypen sind nicht mehr zulässig.

### **Änderungen in Bezug auf die Verwaltungsgesellschaften**

Änderungen ergeben sich auch im Bereich der Verwaltungsgesellschaften. Nach dem Entwurf des KAGB wird der bisherige Begriff der Kapitalanlagegesellschaft durch den Begriff der Kapitalverwaltungsgesellschaft („**KVG**“) ersetzt. Die Erlaubnis zum Betrieb einer KVG unterscheidet sich danach, welche Arten von Investmentvermögen durch die KVG verwaltet werden sollen. Die Zulassungsvoraussetzungen für AIF-KVGs und OGAW-KVGs unterscheiden sich. Sofern eine KVG über beide Zulassungen verfügt, kann sie gleichzeitig sowohl OGAW-Fonds als auch AIF verwalten. Daneben wird nach dem Entwurf des KAGB zwischen internen und externen KVGs unterschieden. Eine interne KVG liegt vor, wenn der Fonds und das Fondsmanagement identisch sind. Eine externe KVG liegt vor, wenn sie von einem Investmentvermögen zur Verwaltung bestellt wurde.

### **Generelle Einführung des Investmentdreiecks**

Bisher sieht das InvG eine Trennung von Kapitalanlagegesellschaft und Depotbank vor, die beide dem Anleger gegenüberstehen und jeweils in dessen Interesse zu handeln haben. Dieses sogenannte Investmentdreieck galt bisher nicht für unregulierte Fondstrukturen. Der Entwurf des KAGB sieht vor, den Begriff der Depotbank durch den Begriff der Verwahrstelle zu ersetzen. Unter dem neuen Regime des KAGB-E ist zukünftig für jedes Investmentvermögen eine Verwahrstelle zu bestellen.

### **Fondsvehikel nach dem KAGB**

Weitere Änderungen sind im Bereich der Fondstypen geplant. Zwar bleibt die bereits heute im InvG niedergelegte Unterscheidung zwischen vertraglich ausgestalteten Sondervermögen einer Kapitalanlagegesellschaft und satzungsmäßig aufgelegten Teilgesellschaftsvermögen einer Investmentaktiengesellschaft („**InvAG**“) bestehen, jedoch wird mit der Investmentkommanditgesellschaft („**InvKG**“) ein weiteres Investmentvermögen in Satzungsform eingeführt. Damit wird in Deutschland ein neues geschlossenes Fondsvehikel zur steuertransparenten Bündelung von betrieblichen Pensionsgeldern sowie für Sachwertanlagen geschaffen. Das geplante Gesetz sieht weiterhin vor, bei Investmentvermögen zwischen offenen und geschlossenen Fonds zu unterscheiden. Für geschlossene Fonds besteht ein Typenzwang als InvAG (mit fixem Kapital) oder als geschlossene InvKG. Diese Kategorisierung gilt grundsätzlich auch für Spezial-Fonds, die künftig als offene und geschlossene Spezial-Fonds aufgelegt werden können. Die bisher bei Versicherungen häufig verwendeten so genannten „liberalisierten Spezialfonds“ können künftig als offener Spezial-AIF mit „festen Anlagebedingungen“ aufgelegt werden.

### **Verwahrstelle**

Das KAGB-E verwendet für die Depotbank den aus der OGAW-RL sowie der AIFM-RL stammenden Begriff der Verwahrstelle und sieht aufgrund der abweichenden Vorgaben in beiden Richtlinien separate Regelungen von OGAW-Verwahrstellen sowie AIFM-Verwahrstellen vor. Dabei wurden aus Anlegerschutzgesichtspunkten einzelne für AIF-Verwahrstellen zwingend geltende strengere Regeln auf OGAW-Verwahrstellen übertragen und insoweit der OGAW-V-Richtlinie vorgegriffen (vgl. insoweit unseren DechertOnPoint von Mai 2012 zu den verschärften Anforderungen an die Verwahrstellen nach dem Entwurf der OGAW-V-Richtlinie).

In Umsetzung der Vorgaben der AIFM-RL werden unter dem Regime des KAGB-E Verwahrstellen für sämtliche AIF verpflichtend. Dies gilt auch für geschlossene AIF, die ausschließlich oder maßgeblich in nicht verwahrfähige Anlagegegenstände investieren. Bei Publikums-AIF bedürfen Auswahl sowie jeder Wechsel der Verwahrstellen der Genehmigung der BaFin.

Von der in der AIFM-RL zugelassenen Möglichkeit, bestimmte berufsständisch beaufsichtigte Dienstleister als Verwahrstelle für geschlossene

Fonds, die grundsätzlich in nicht verwahrfähige Gegenstände investieren, vorzusehen, hat der Gesetzgeber keinen Gebrauch gemacht. Als Verwahrstellen können demnach nur Kreditinstitute, Wertpapierfirmen und bestimmte weitere vergleichbare beaufsichtigte Einrichtungen benannt werden. Es ist anzunehmen, dass dies kostenmäßig deutsche AIFs gegenüber ausländischen AIFs benachteiligen wird.

Die Verwahrstelle ist zunächst für die Verwahrung der Vermögenswerte des AIF, insbesondere der Finanzinstrumente, die auf einem in den Büchern der Verwahrstelle geführten Konto für Finanzinstrumente verbucht werden können, und aller Finanzinstrumente, die in physischer Form der Verwahrstelle übergeben werden können, verantwortlich. Bei allen anderen, nicht verwahrfähigen Vermögenswerten besteht statt der Verwahrpflicht die Pflicht zur Überprüfung der Eigentumsverhältnisse.

Eine weitere zentrale Aufgabe der Verwahrstelle ist die ordentliche Überwachung der Cashflows der AIF. Sie soll insbesondere sicherstellen, dass das Geld der Anleger und die Barmittel des AIF oder gegebenenfalls des AIFM, der für den AIF tätig ist, ordnungsgemäß auf Konten verbucht werden, die im Namen des AIF bzw. des für ihn tätigen AIFM oder der für ihn tätigen Verwahrstelle eröffnet wurden.

Daneben kommen der Verwahrstelle gewisse Kontrollaufgaben sowie Zustimmungspflichten in Bezug auf bestimmte Transaktionen für einen AIF zu, die weitgehend den bereits im InvG bestehenden Voraussetzungen entsprechen (z.B. Rechtmäßigkeitskontrolle der Weisungen der AIF-Verwaltungsgesellschaft).

### ***Steuerliche Auswirkungen***

Ausweislich der Gesetzesbegründung zum KAGB-E löst sich das Investmentrecht vom Investmentsteuerrecht. Ein zeitlich und inhaltlich abgestimmtes Vorgehen mit dem Steuergesetzgeber ist diesbezüglich aus heutiger Sicht nicht erkennbar. Eine grundlegende Überarbeitung des Investmentsteuergesetzes wurde dem Vernehmen nach unlängst eingestellt. Inwieweit (i) alle dem KAGB-E unterfallende Fondsstrukturen künftig dem Investmentsteuergesetz unterfallen oder ob dies nur für (ii) offene Investmentfonds oder (iii) alle nicht AIFs der Fall sein wird, ist aus heutiger Sicht noch nicht abzuschätzen. Eine vollumfängliche Ausdehnung des Investmentsteuergesetzes auf den künftigen Anwendungsbereich des KAGB-E

erscheint jedoch unwahrscheinlich, da insoweit (für die InvKG) in die allgemeinen ertragsteuerlichen Grundsätze zur Besteuerung von Personengesellschaften eingegriffen würde. Andererseits wäre eine Anwendung des Investmentsteuergesetzes auf geschlossene Fonds in der Rechtsform einer InvAG erforderlich, um dieses Vehikel für die Praxis verwendbar zu machen. Denn anderenfalls würde auf der Fondsebene Körperschafts- und Gewerbesteuer anfallen, die bei Anwendung des Investmentsteuergesetzes wegen der grundsätzlichen Steuerbefreiung der Fondsebene nicht anfallen würde.

Soweit – unter Berücksichtigung etwaiger Übergangsfristen – bestehende Fondsstrukturen aufgrund zwingender Vorgaben des KAGB-E künftig umstrukturiert werden müssen und dies ggf. zu steuerlichen Konsequenzen führt (Stichwort Aufdeckung stiller Reserven, beispielsweise bei Wechsel in ein Regime außerhalb des Investmentsteuergesetzes) ist zu hoffen, dass der Steuergesetzgeber hierauf mit entsprechenden Befreiungs- oder Übergangsvorschriften reagiert.

### **Ausblick**

Mit dem Entwurf des KAGB setzt sich die Harmonisierung im Bereich des Investmentrechts fort und erstreckt sich fortan auch auf nicht-OGAW-Fonds. Allerdings ist davon auszugehen, dass das AIFM-UmsG nicht das Ende der Harmonisierungsbemühungen auf europäischer Ebene ist. Vielmehr liegen bereits weitere Entwürfe von Richtlinien und Verordnungen für den Bereich des Investment- und Kapitalmarktrechts auf europäischer Ebene vor. Zu nennen sind hier insbesondere die OGAW-V- und OGAW-VI-Richtlinie, die MiFID-II-Richtlinie sowie die Verordnungen über Europäische Risikokapitalfonds und über Europäische Fonds für soziales Unternehmertum.

Dieser Einleitung folgend, befasst sich der aktuelle Dechert OnPoint mit einigen besonders relevanten Themenbereichen.

## **2. Hedgefonds**

### **Single-Hedgefonds**

„Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken“ im Sinne InvG bezeichnet das KAGB-E nunmehr als „Hedgefonds“.

Während erstere unter dem Regime des InvG zwar nicht öffentlich vertrieben, jedoch im Wege der

Privatplatzierung durchaus auch Privatanlegern angeboten werden dürfen, wird dies künftig ausgeschlossen sein. Hedgefonds können unter dem KAGB-E nur noch als offene Spezial-AIF aufgelegt werden, die allein von professionellen Anlegern gehalten werden dürfen.

Signifikante Änderungen ergeben sich beim Anlagespektrum: Der gegenwärtig abschließende Katalog zulässiger Vermögensgegenstände des Investmentgesetzes, der für Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken z.B. Anlagen in unverbriefte Darlehensforderungen und andere Rohstoffe als Edelmetalle ausschließt, findet im KAGB-E keine Entsprechung, d.h. hier sind grundsätzlich alle für AIF in Frage kommenden Vermögenswerte erwerbbar.

Eine Grenze soll künftig nur noch die allgemeine Anforderung des § 249 Abs. 1 KAGB-E für *allgemeine offene inländische Spezial-AIF* setzen, der ausdrücklich auch für Hedgefonds gelten soll. Danach müssen Hedgefonds zumindest „überwiegend“ in *Finanzinstrumente* investieren, wobei hier auf die Begriffsbestimmung der MiFID-RL verwiesen wird. In Ermangelung einer Begriffsbestimmung des Terminus „überwiegend“, dürften somit künftig bis zu 49% des Portfolios eines Hedgefonds auch z.B. in unverbriefte Darlehensforderungen (was sich für bestimmte distressed-debt-Strategien als vorteilhaft erweisen könnte) investiert werden.

Auch ein Pendant zur bisherigen 30%-Begrenzung für Unternehmensbeteiligungen, die nicht an einer Börse zugelassen oder in einen organisierten Markt einbezogen sind, sieht das KAGB-E nicht vor. In Bezug auf das Gesamtportfolio ist somit lediglich zu beachten, dass „überwiegend“ in Finanzinstrumente investiert wird. Somit dürfte etwa eine Investition zu 49% in nicht börsennotierte Unternehmensbeteiligungen zulässig sein. Im Kontrast zu dieser Liberalisierung auf Gesamtportfolioebene steht hingegen die neue Beschränkung auf Zielinvestmentebene dahingehend, dass die AIF-KVG nunmehr sicherstellen muss, dass der Hedgefonds keine Kontrolle über das Zielunternehmen erlangt, d.h. nicht mehr als 50% der Stimmrechte eines Unternehmens erlangen darf.

Unklar ist der Hintergrund der Änderung in Bezug auf „Leverage“ - neben Leerverkäufen eines von zwei (alternativen) Charakteristika des Hedgefondsbegriffs. Während das InvG diesbezüglich von einer „grundsätzlich unbeschränkten“ Hebelung ausgeht (wobei in diesem Zusammenhang weitgehend anerkannt ist,

dass es einer KAG freistehen muss, dies in den Vertragsbedingungen zu beschränken), lässt das KAGB-E jeglichen Leverage ausreichen, womit selbst ein Spezial-AIF mit beschränktem Anlagespektrum und minimaler Hebelung als Hedgefonds qualifizieren könnte. Dass es sich hier offenbar um ein Redaktionsversehen handelt, verdeutlicht mittelbar der für Dach-Hedgefonds vorgesehene Warnhinweis, der eine Warnung dahingehend vorsieht, dass ein Dach-Hedgefonds in Hedgefonds investiert, die „keinen gesetzlichen Leveragebeschränkungen [...]“ unterliegen.

### Dach-Hedgefonds

Entsprechend der geänderten Terminologie für Hedgefonds treten an Stelle der „Dach-Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken“ unter dem KAGB-E „Dach-Hedgefonds“.

Die Regelungen des KAGB-E übernehmen weitgehend die Regelungen des InvG.

Unklar ist jedoch, warum das KAGB-E einerseits auf Zielfondsebene alternativ zur Verwahrung durch eine Verwahrstelle auch einen Prime Broker zulässt, andererseits hingegen die Vorlage einer Bestätigung des Wertes des Zielfonds durch die – nicht obligatorische – Verwahrstelle fordert. Insoweit liegt unseres Erachtens ein Redaktionsversehen vor.

Änderungen ergeben sich hinsichtlich des für den Verkaufsprospekt obligatorischen Warnhinweises, der nunmehr auf eine Belehrung über das Totalverlustrisiko verzichtet.

Künftig nicht mehr möglich sein soll die Abgabe einer Mindestzahlungszusage bei der Rücknahme. Diese soll nach dem KAGB-E künftig allein OGAW-KVGen möglich sein.

## 3. Private Equity Fonds

### Geschlossene Investmentvermögen

Die Investition in Private Equity ist eine Investition in illiquide Vermögensgegenstände. Private Equity Fonds gewähren ihren Anlegern typischerweise keine oder nur sehr stark eingeschränkte Rückgaberechte. Im Sinne des KAGB-E (Rückgabe nicht mindestens einmal jährlich) dürften Private Equity Fonds deshalb regelmäßig als geschlossen anzusehen sein.

Geschlossene Investmentvermögen dürfen in Deutschland nach dem KAGB-E nur als

Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital („InvAG m.f.K.“) oder als geschlossene InvKG aufgelegt werden.

Selbst wenn die für die Qualifikation als offenes Investmentvermögen (mit einem mindestens jährlichen Rückgaberecht) erforderliche Liquidität operativ dargestellt werden könnte, ist zu beachten, dass offene Spezial-AIF überwiegend in Finanzinstrumente investieren müssen und keine Kontrolle über nicht börsennotierte Unternehmen erlangen dürfen.

Der KAGB-E lässt den überwiegenden Erwerb von Unternehmensbeteiligungen daher nur in Form von geschlossenen Spezial-AIF zu. Allerdings können offene Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen nur zur Beimischung bis zu 20 % in Minderheitsbeteiligungen investieren. Die Ausprägung von Spezial-AIF in der Form von Private Equity Fonds gilt nur für solche Spezial-AIF die alleine oder gemeinsam mit anderen AIF die Kontrolle (mehr als 50 %) an nicht börsennotierten Unternehmen erwerben.

#### **Erwerb von Beteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen**

KVGen, die AIF verwalten, die allein oder gemeinsam mit anderen AIF die Kontrolle an nicht börsennotierten Unternehmen erwerben, die keine kleinen oder mittleren Unternehmen sind und keine Unternehmen, die auch für geschlossene Publikums-AIF erwerbbar wären, müssen detaillierte Melde- und Offenlegungspflichten beachten. Nach Kontrollerwerb müssen sie auch besondere Regelungen beachten, die verhindern sollen, dass diese Unternehmen ausgeschlachtet werden.

Bei Erreichung, Überschreitung oder Unterschreitung der Beteiligungsschwellenwerte von 10 %, 20 %, 30 %, 50 % und 75 % bei allen nicht börsennotierten Unternehmen sind Meldepflichten zu beachten.

#### **Institutionelle Fonds**

##### ***Anwendungsbereich***

Für institutionelle Private Equity Fonds kommt in Deutschland nach dem KAGB-E nur die Fondskategorie der geschlossenen Spezial-AIF in Betracht. Investoren können hier nur professionelle Investoren im Sinne des KAGB-E sein.

Hingegen sind im Anwendungsbereich der Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds

(noch im Entwurf) für die Investition in qualifizierende kleine und mittlere Unternehmen im Sinne der Verordnung auch sogenannte „semi-professionelle“ Investoren zugelassen. Dies gilt auch für den Anwendungsbereich der Verordnung über Europäische Fonds für soziales Unternehmertum (ebenfalls noch im Entwurf) für Investitionen in qualifizierende kleine und mittlere Unternehmen, die im sozialen Bereich tätig sind.

##### ***Erwerbbarer Vermögensgegenstände***

Erwerbbar sind alle Vermögensgegenstände, deren Verkehrswert ermittelt werden kann. Der geschlossene Spezial-AIF muss überwiegend in Vermögensgegenstände investieren, die nicht Finanzinstrumente sind. Der Begriff der Finanzinstrumente schließt auch nicht börsennotierte Aktien mit ein, was im vorliegenden Zusammenhang offensichtlich nicht sachgerecht ist. Es wäre zu begrüßen, wenn hier nicht erst - wie im Falle der Definition des Tatbestandes der erlaubnispflichtigen Anlageverwaltung - in einem Merkblatt der BaFin klargestellt werden müsste, dass Eigenkapitalfinanzierungen und sonstige übliche Beteiligungsformen von PE-Fonds keine Investitionen in Finanzinstrumente sind, selbst wenn sie formal mit dem Erwerb von Finanzinstrumenten einhergehen.

##### ***Einsatz von Fremdkapital***

Ausdrücklich spricht das KAGB-E nur von kurzfristigen Krediten. Dass auch der investmenttypische Einsatz von langfristigen Krediten, möglich sein muss, ergibt sich aus im KAGB-E enthaltenen Verweisen auf die allgemeinen Regelungen zur Beschränkung des eingesetzten Leverage durch die BaFin. Es ist ohnehin fraglich, ob kurzfristige Kredite überhaupt als Leverage angesehen werden können, zumal in dem Entwurf der EU-Verordnung zur Umsetzung der AIFM-RL („AIFM-VO“) festgelegt werden soll, dass kurzfristige Kredite, die durch Kapitalzusagen gedeckt sind, nicht als Leverage angesehen werden sollen (vgl. Art. 8 Abs. 4 AIFM-VO).

Da bei Private Equity Fonds üblicherweise Fremdkapital nicht auf Ebene des Fonds eingesetzt wird, sondern auf Ebene von Akquisitionsgesellschaften, wird es weiterhin auf die Einzelheiten des AIFM-VO Entwurfs ankommen, um zu bestimmen, wann der Einsatz von Fremdkapital bei Unternehmen, die von dem AIF kontrolliert werden, überhaupt berücksichtigt werden muss (vgl. Art. 8 Abs. 3 AIFM-VO).

## Private Equity Publikumsfonds

Publikumsfonds als Kommanditgesellschaften sind eine deutsche Spezialität, die lange Zeit gar nicht und dann zunächst durch das Verkaufsprospektgesetz reguliert wurden. Seit dem 01. Juni 2012 gilt das Vermögensanlagegesetz („**VermAnIG**“) für den Vertrieb von Anteilen an Publikumskommanditgesellschaften.

Das VermAnIG wird von dem KAGB-E nach Ablauf der Übergangsvorschriften vollständig verdrängt werden.

In den Kategorien des KAGB-E kommt für Private Equity Publikumsfonds nur der geschlossene Publikums-AIF in Betracht. Leider sind aber Unternehmensbeteiligungen keine zulässigen Vermögensgegenstände, es sei denn, es sind Beteiligungen an ÖPP-Projektgesellschaften oder an Gesellschaften, die Immobilien, Schiffe, Flugzeuge oder Anlagen zur Erzeugung von Strom aus erneuerbaren Energien halten oder betreiben.

Eine Investition in Private Equity kommt für Publikums-AIF damit praktisch nur indirekt als Dachfonds in Betracht. Allerdings darf ein solcher Dachfonds nur in inländische geschlossene Spezial-AIF nach dem KAGB-E sowie in europäische und andere ausländische Spezial-AIF, deren Anlagepolitik vergleichbaren Anforderungen unterliegt, investieren.

## Unternehmensbeteiligungsgesellschaften

Es wird weiterhin Unternehmensbeteiligungsgesellschaften nach dem UBGG geben, die besondere insolvenzrechtliche, gewerbesteuerliche und bankaufsichtsrechtliche Vorteile genießen. Allerdings werden auch diese zusätzlich den Anforderungen des KAGB-E unterliegen.

## 4. (Offene) Immobilienfonds

### Beschränkung auf Geschlossene Fonds

Entsprechend dem neu eingeführten materiellen Investmentfondsbegriff und der Gesetzessystematik, nach der offene Investmentvermögen grundsätzlich nur beschränkt in (illiquide) Nicht-Finanzinstrumente investieren dürfen, wird nach dem KAGB-E die Auflage von offenen Immobilienfonds künftig nicht mehr zulässig sein. Dies gilt sowohl für Publikumsfonds als auch für Spezialfonds.

Diese Beschränkung ist überraschend, da der Gesetzgeber erst mit der letzten Überarbeitung des InvG eine Reform der offenen Immobilienfonds umgesetzt hat. Unter anderem wurden dabei Beschränkungen für Rückgaben (Halte- und Kündigungsfristen) eingeführt, die für Bestandsfonds zum 1. Januar 2013 zwingend anzuwenden ist. Auch wurde soeben zu verschiedenen Auslegungsfragen der neuen gesetzlichen Regelungen ein zwischen BVI und den kreditwirtschaftlichen Verbänden abgestimmtes Verfahren in Form eines (FAQ-) Mitgliederrundschreibens mit der BaFin abgestimmt (20. Juni 2012).

Gemäß Presseberichten war es jedoch wohl ein Anliegen der Bundesregierung im Rahmen der Überarbeitung des Investmentrechts generell die Neuauflage von offenen Immobilienfonds für die Zukunft auszuschließen. Überraschend ist insbesondere die künftige Unzulässigkeit von offenen Immobilienspezialfonds, da bei diesen keine Liquiditätsschwierigkeiten zu beobachten waren und im Hinblick auf die typischerweise in entsprechenden Vertragsvereinbarungen mit institutionellen Investoren getroffenen Regelungen grundsätzlich nicht zu erwarten sind.

Die Neuauflage von Immobilienfonds wird künftig daher nur in Form von geschlossenen Fonds, entweder als Publikums-AIF oder Spezial-AIF möglich sein.

Andererseits sollten die praktischen Auswirkungen der Beschränkung von Immobilienfonds auf geschlossene Investmentvermögen bei entsprechender vertraglicher Ausgestaltung des Investmentvermögens begrenzt sein. Denn als geschlossene Investmentvermögen gelten alle Investmentvermögen, bei denen der Anleger nicht mindestens einmal pro Jahr eine Rückgabe seiner Investmentanteile ausüben kann. Eine vergleichbare Rückgabebeschränkung besteht grundsätzlich auch nach dem für bestehende offene Immobilienfonds ab 1. Januar 2013 zwingend geltenden Regelungen. Denn bei Überschreitung der Anlagegrenze von EUR 30.000 gilt eine Rückgabefrist von 12 Monaten sowie eine Mindesthaltefrist von 24 Monaten. Es sollte daher nach dem Wortlaut des Gesetzesentwurfs möglich sein, vorbehaltlich der gesellschaftsrechtlichen Ausgestaltung, auch in künftige geschlossene Immobilienfonds vergleichbare Rückgaberechte nach Ablauf von einem Jahr (z.B. alle zwei Jahre) vorzusehen.

Die Beschränkungen der Fremdfinanzierung auf 30 % des Fondsvermögens ist dabei jedoch zu beachten.

### **Bestandsschutz für offene Immobilienfonds**

Für bis zum Zeitpunkt des Kabinettsbeschlusses aufgelegte Immobilieninvestmentvermögen soll es einen umfassenden Bestandsschutz geben. Dies umfasst auch die Ausgabe neuer Investmentanteile. Bestehende offene Immobilienfonds verstoßen daher auch nach Umsetzung des Gesetzesentwurfs in geltendes Recht nicht gegen den investmentrechtlichen Typenzwang. Gleichwohl werden offene Immobilienfonds grundsätzlich künftig als AIF qualifiziert. Die Übergangsvorschriften sehen daher teilweise die Anwendung bestimmter fondsbezogener Vorschriften des neuen Gesetzes auch auf offene Immobilienfonds vor.

### **Rechtstypenzwang für Geschlossene Immobilienfonds**

Aufgrund des Rechtstypenzwangs für geschlossene Investmentvermögen können geschlossene Immobilienfonds künftig nur als InvAG m.f.K. oder als geschlossene InvKG aufgelegt werden.

Indirekte Anlagen in Immobilien können ggf. für offene Investmentvermögen im Rahmen der jeweils geltenden zulässigen Vermögensgegenstände erworben werden. Dies gilt beispielsweise für alle offenen Fonds bei Beteiligungen an geschlossenen Immobilienfonds soweit diese als Wertpapiere im Sinne des KAGB-E qualifizieren oder für offene Spezial-AIF sofern Anteile an inländischen oder ausländischen Immobilien-AIF erworben werden.

Im Ergebnis dürfte die vorgesehene Neuregelung zu einer Erhöhung der Attraktivität ausländischer Fondsstandorte für offene Immobilienspezialfonds führen (Luxemburg, Irland). Derartige ausländische offene Immobilienfonds sollten beispielsweise für Versicherungsunternehmen nach den Regelungen der Anlageverordnung (und den hierzu ergangenen Kapitalanlagerundschreiben sowie Erläuterungen) grundsätzlich auch künftig erwerbbar bleiben. Im Einzelfall kann – wegen der höheren und immobilienwirtschaftlich typischen Fremdfinanzierungsquote – die Strukturierung von Immobilienvermögen als REIT eine sinnvolle Alternative sein.

## **5. Geschlossene Sachwertfonds (geschlossene Publikums-, Spezial-AIF)**

### **Überblick**

Die bislang hinsichtlich ihrer Verwaltung und Anlagepolitik unregelmäßig geschlossenen Fonds werden durch das KAGB-E nunmehr vollständig dem regulierten Bereich zugeordnet. Der Neuregelungsansatz des Gesetzgebers lässt dabei folgende wesentliche Regelungsgrundsätze für geschlossene Fonds erkennen:

- **Rechtsformzwang:** Geschlossene inländische Investmentvermögen dürfen nur als InvAG m.f.K. oder als geschlossene InvKG aufgelegt werden. Begründet wird dies damit, dass diese Rechtsformen, insbesondere die GmbH & Co. KG, den bisher überwiegend von geschlossenen Fonds gewählten Rechtsformen entsprechen und zudem Haftungsrisiken für Anleger ausschließen. Zudem weist der Gesetzgeber darauf hin, dass diese Fondsvehikel den in der EU gebräuchlichen Fondsvehikeln entsprechen und daher keine Wettbewerbsnachteile für deutsche Fonds zu befürchten seien.
- **Gesellschafterstellung der Anleger:** Dieser Rechtsformzwang hat im Ergebnis zur Folge, dass Anleger geschlossenen Fonds (sowohl Publikums-AIF als auch Spezial-AIF) nur als Gesellschafter beitreten können. Flankierend hierzu wird bei der (geschlossenen) InvG m.f.K die Aufteilung der Aktien in Unternehmens- und Anlageaktien aufgehoben. Dem liegt die Erwägung Grunde, dass Anleger als Ausgleich für das fehlende Rückgaberecht eine Gesellschafterstellung und Gesellschafterrechte innehaben sollen.
- **Beschränkung der Anlagegegenstände auf illiquide Anlagen:** Sowohl geschlossene Publikums-AIF als auch geschlossene Spezial-AIF müssen ihre Mittel überwiegend in Vermögensgegenstände anlegen, bei denen es sich nicht um Finanzinstrumente im Sinne der Richtlinie 2011/61/EU handelt. Dieses Erfordernis dient der Abgrenzung zwischen (liquiden) offenen und (grds. illiquiden) geschlossenen Fonds und wird bei geschlossenen Publikums-AIF aus Anlegerschutzgründen mit einem Numerus-Clausus zulässiger Vermögensgegenstände flankiert.

- Unterscheidung zwischen geschlossenen Publikums-AIF und Spezial-AIF: Während für Publikums-AIF stärkere produktbezogene Einschränkungen vorgesehen sind, gelten diese nur eingeschränkt für Spezial-AIF.
- Beschränkung Fremdfinanzierung: Fremdkapitalaufnahme (auf Fondsebene) soll auf 30 % begrenzt werden.

### Produktregulierung von Publikums-AIF

Für Publikumsfonds, die in Sachwertanlagen investieren, wird erstmals eine investimentrechtliche Produktregulierung eingeführt. Der Gesetzgeber sieht in diesem Zusammenhang die Notwendigkeit, einen abschließenden Katalog an zulässigen Vermögensgegenständen für Publikumsfonds festzulegen. Danach können geschlossene Publikums-AIF neben Immobilien, Schiffen und Flugzeugen, Anlagen zur Erzeugung von Strom aus erneuerbaren Energien, Beteiligungen an ÖPP-Projektgesellschaften sowie Beteiligungen an Zweckgesellschaften, die vorgenannte Vermögensgegenstände halten, erwerben. Des Weiteren können Anteile und Aktien an anderen (regulierten) geschlossenen AIF erworben werden. Direktanlagen in (andere) Unternehmensbeteiligungen (u.a. Private Equity Beteiligungen) sind hingegen nicht zulässig. Jedoch können geschlossene Publikums-AIF in andere Private Equity Fonds (d.h. geschlossene Spezial-AIF) investieren. Des Weiteren können bis zu 49 % in Finanzinstrumente (die im Übrigen im Investitionsschwerpunkt von offenen Fonds liegen) erworben werden.

Investitionen in andere Vermögensgegenstände, beispielsweise Waldfonds, Mezzaninefonds, sonstige Energie- und Infrastrukturfonds sind hingegen keine zulässigen Vermögensgegenstände. Der Gesetzgeber begründet dies damit, dass anderenfalls keine Schutzvorschriften für besonders risikoreiche Vermögensgegenstände geschaffen werden können. Dem Tätigkeitsspektrum von Fondsgesellschaften im Bereich Sachwertanlagen, die Publikumsgelder verwalten, wird dadurch eine erhebliche Begrenzung auferlegt, jedenfalls sofern Anlageformen als Investmentvermögen ausgestaltet werden. Bei der Ausgestaltung über andere Anlageformen, z.B. Schuldverschreibungen, gelten hierfür jedoch andere aufsichtsrechtliche Beschränkungen.

### Ein-Objekt-Fonds

Für geschlossene Publikums-AIF, die in nur einen Vermögensgegenstand investieren, so genannte Ein-Objekt-Fonds, dürfen nur von so genannten semi-professionellen Anlegern erworben werden. Neben einem Mindestinvestmentbetrag von EUR 50.000 müssen diese weitere Vorschriften einhalten. Für alle übrigen geschlossenen Publikums-AIF muss der Grundsatz der Risikomischung erfüllt werden, der jedoch im Bereich Sachwertanlagen einer weiteren Spezifizierung durch den Gesetzgeber bzw. auch der Verwaltung bedarf (liegt z.B. bei einem gewerblichen Immobilienobjekt mit einer Vielzahl von unterschiedlichen Mietern bereits eine Risikostreuung vor?).

### Einführung Verwahr- und Bewertungsstelle

Durch die Einbindung von Sachwertfonds in das Investmentrecht unterfallen diese künftig auch den für andere Investmentvermögen bereits bekannten Strukturmerkmalen, insbesondere der Erforderlichkeit der Einschaltung einer externen unabhängigen Verwahrstelle. Besondere Vorschriften bestehen zur Bewertung im Rahmen des Erwerbs sowie der wiederkehrenden Bewertung der Vermögensgegenstände.

### Sonderregime für Investment-Kommanditgesellschaften

Der investimentrechtliche Gesetzgeber sieht auch bestimmte gesellschaftsrechtliche Sonderregelungen vor, die bei der Ausgestaltung der Gesellschaftsverträge von InvKGen von der bisherigen Vertragspraxis von bekannten KG-Beteiligungsmodellen abweichen. Beispielhaft ist in diesem Zusammenhang die Verpflichtung zu nennen, dass die Geschäftsführung der InvKG ausschließlich durch deren Komplementäre ausgeübt werden darf. Die Ausgestaltung als – unter steuerlichen Gesichtspunkten – so genannte “gewerblich entprägte Personengesellschaft”, bei der die Geschäftsführung (auch) durch einen so genannten geschäftsführenden Kommanditisten ausgeübt wird, wäre nach dem jetzigen Gesetzesentwurf unzulässig.

Des Weiteren sind zwingende Regelungen zur bilanziellen Abschreibung der vom geschlossenen Publikums-AIF gehaltenen Vermögensgegenstände zu nennen (maximal zehn Jahre Abschreibungszeitraum). Eine Reduzierung des Gesellschaftsvermögens unter das vertragliche Gesellschaftsvermögen der InvKG führt zu aufsichtsrechtlichen Folgepflichten. Da bei



Sachwertfonds in Folge der Abschreibung von Vermögensgegenständen häufig die laufenden Ausschüttungen (Entnahmen) die Höhe des handelsbilanziellen Gewinns überschreiten, wird dies, insbesondere unter Berücksichtigung der zwingenden handelsbilanziellen Abschreibungsvorschriften, dazu führen, dass InvKGen nach der derzeit geplanten Entwurfsfassung des KAGB regelmäßig gegen diese geplanten gesetzlichen Vorgaben verstoßen würden. Auch diesbezüglich besteht Nachbesserungsbedarf im weiteren Gesetzgebungsverfahren.

## 6. Investmentkommanditgesellschaft (Pension Pooling)

Mit der InvKG führt das KAGB-E zusätzlich zur InvAG ein neues Investmentvermögen des Satzungstyps ein, das entweder als offenes oder geschlossenes Investmentvermögen ausgestaltet werden kann. Dieses soll professionellen Anlegern ein steuertransparentes Vehikel für das so genannte Pension Asset Pooling in Deutschland zur Verfügung stellen. Ziel ist hierbei, die Pensionsgelder großer deutscher Konzerne im Inland zu halten. Daneben ist die Kommanditgesellschaft eine im Bereich der Sachwertanlagen etablierte Rechtsform.

### Die offene InvKG

Bei der offenen InvKG handelt es sich um eine Kommanditgesellschaft im Sinne des Handelsgesetzbuchs („HGB“). So finden auf die offene InvKG grundsätzlich die Normen des HGB Anwendung, sofern das KAGB-E keine Spezialregelungen vorsieht. Der zwingend schriftlich abzufassende Gesellschaftsvertrag der offenen InvKG muss als Unternehmensgegenstand die Anlage und Verwaltung der Mittel der offenen InvKG nach einer festgelegten Anlagestrategie und dem Grundsatz der Risikomischung zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage zum Nutzen der Anleger vorsehen.

Die Anteile an der offenen InvKG dürfen ausschließlich von professionellen Anlegern im Sinne des KAGB-E gehalten werden. Eine Beteiligung kann nur unmittelbar als Komplementär oder Kommanditist erfolgen. Nachschusspflichten der Anleger der offenen InvKG sind im KAGB-E ausgeschlossen. Um die nach HGB mögliche, unbegrenzte Haftung eines Kommanditisten für im Zeitraum zwischen dem Eintritt in die KG und der Eintragung des

Kommanditisten ins Handelsregister begründete Verbindlichkeiten zu verhindern, wird der Eintritt eines Kommanditisten in eine offene InvKG erst mit seiner Eintragung ins Handelsregister wirksam.

Die Geschäftsführung der offenen InvKG kann nur von einem oder mehreren Komplementären wahrgenommen werden, wobei diese aus mindestens zwei zuverlässigen, fachlich geeigneten Personen bestehen muss.

Im Falle der offenen InvKG kann die Geschäftsführung eine externe KVG benennen. Dieser obliegt insbesondere die Anlage und Verwaltung des Kommanditanlagevermögens. Übernimmt die offene InvKG selbst die Verwaltung, so ist sie eine so genannte intern verwaltete InvKG und gilt selbst als interne AIF-KVG. Eine intern verwaltete InvKG kann eigenes Betriebsvermögen bilden, das – getrennt vom Anlagekapital – das zum Verwaltungsbetrieb erforderliche Vermögen umfasst.

Der Gesellschaftsvertrag der offenen InvKG kann die Bildung von haftungs- und vermögensrechtlich separierten Teilgesellschaftsvermögen („TGV“) vorsehen. Für jedes TGV sind Anlagebedingungen zu erstellen sowie eine Verwahrstelle zu benennen. Die Haftung der Kommanditisten ist auf Verbindlichkeiten desjenigen TGV beschränkt, an welchen sie beteiligt sind. Komplementäre hingegen haften für die Verbindlichkeiten aller TVG der offenen InvKG.

Eine offene InvKG muss ihren Kommanditisten mindestens einmal pro Jahr die Möglichkeit einräumen, ihre Kommanditbeteiligung in voller Höhe oder zu einem Teilbetrag zu kündigen. Die nach HGB vorgesehene Nachhaftung eines ausscheidenden Gesellschafters, soll nach dem KAGB-E ausgeschlossen werden. Das Recht zur Kündigung besteht nur, wenn durch die Auszahlung des Anteils das Anfangskapital und das erforderliche Mindestkapital nicht unterschritten wird.

Ausschüttungen, die zu einer Minderung des Wertes des Gesellschaftsanteils unter die geleistete Einlage führt, bedürfen der Zustimmung des betroffenen Anlegers. Ob damit die Hafteinlage oder gesamte Einlage gemeint ist, bleibt nach dem KAGB-E unklar.

### Die geschlossene InvKG

Auch die geschlossene InvKG ist eine Kommanditgesellschaft im Sinne des HGB, welche grundsätzlich, sofern das KAGB-E keine

Abweichungen vorsieht, den Normen des HGB unterliegt. Der Unternehmensgegenstand der geschlossenen InvKG ist auf die Anlage und Verwaltung ihrer Mittel nach einer festen Anlagestrategie beschränkt. Diese muss auf eine überwiegende Investition in andere Anlagegegenstände als Finanzinstrumente zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage und zum Nutzen der Anleger ausgerichtet sein.

An der geschlossenen InvKG können sich Anleger unmittelbar als Kommanditist oder mittelbar als Treuhandkommanditist beteiligen. Wird die geschlossene InvKG als geschlossene Spezial-InvKG ausgestaltet, so steht sie nur professionellen Anlegern offen.

Im Unterschied zur offenen InvKG ist im Bereich der geschlossene InvKG – wie auch im Bereich der InvAG m.f.K. – die Bildung von TGV nicht vorgesehen. Sacheinlagen sind unzulässig. Jedoch sollen wohl unterschiedliche „Anteilklassen“ zulässig sein.

Zur Wahrung der Rechte der Anleger ist im Falle einer intern verwalteten, geschlossenen InvKG zusätzlich ein Aufsichtsrat zu bilden.

Die vorstehenden, bei der offenen InvKG bestehenden Sondervorschriften zur Vermeidung einer Haftung bei Ausscheiden eines Gesellschafters gelten für die geschlossene InvKG nicht.

## 7. Investmentaktiengesellschaft

Die zentrale Neuerung auf dem Gebiet der InvAG ist die erneute Einführung einer Variante mit fixem Kapital als Vehikel für geschlossene Fonds. Neben der geschlossenen InvKG stellt die InvAG m.f.K. künftig das einzig weitere Vehikel für die Auflage geschlossener Fonds dar. Die Änderungen im Bereich der InvAG als Vehikel für offene Fondsstrukturen sind überwiegend redaktioneller Natur.

### Änderungen im Bereich der InvAG mit variablem Kapital

Entsprechend der geänderten Terminologie wird künftig nicht nur zwischen Publikums- und Spezial-InvAGen, sondern auch zwischen AIF- und OGAW-InvAGen unterschieden. Die Möglichkeit der Implementierung fremd- und selbstverwaltender InvAGen bleibt auch künftig bestehen (die Fremdverwaltungsgesellschaft wird als externe Kapitalverwaltungsgesellschaft, die

selbstverwaltende InvAG als interne Kapitalverwaltungsgesellschaft bezeichnet).

Unmittelbar im Zusammenhang mit den Vorgaben zur InvAG mit variablem Kapital („InvAG m.v.K.“) geregelt sind künftig allein die Genehmigungsvoraussetzungen für die extern verwaltete OGAW-InvAGen m.v.K. Bzgl. der sonstigen InvAGen m.v.K. verweist der Entwurf auf die allgemeinen Genehmigungsvoraussetzungen für OGAW- und AIF-KVGen. Damit können auch in Zukunft so genannte Super-InvAGen errichtet werden.

### (Wieder-)Einführung der InvAG mit fixem Kapital

Bei der rechtlichen Ausgestaltung der InvAG m.f.K. erfolgt ein weitgehender rechtlicher Gleichlauf zur InvAG m.v.K.: Im Kern handelt es sich ebenfalls um eine Aktiengesellschaft, auf die im Grundsatz die Regelungen des AktG Anwendung finden, soweit keine speziellen Vorgaben des KAGB-E bestehen. Im Vergleich zur InvAG m.v.K. bestehen darüber hinaus drei wesentliche Unterschiede:

#### *Keine Anlageaktien*

Der Entwurf sieht keine Möglichkeit der Ausgabe von Anlageaktien vor. Damit haben nach dem derzeitigen Stand alle Anleger das Recht zur Teilnahme an der Hauptversammlung und sind dort stimmberechtigt. Diese Einschränkung wird mit dem Anlegerschutz begründet. Infolge der fehlenden Möglichkeit der Anleger zur Rückgabe der Aktien im Falle der Unzufriedenheit mit den von der Gesellschaft getroffenen Entscheidungen bedürfe jeder Aktionär eines Stimmrechts.

#### *Anwendbarkeit AktG bzgl. Kapitalbeschaffung und –herabsetzung*

Im Gegensatz zur InvAG m.v.K. finden bei der InvAG m.f.K. die aktienrechtlichen Kapitalbeschaffungs und –herabsetzungsvorgaben (§§ 182 ff. AktG) Anwendung. Dies macht die InvAG m.f.K. deutlich schwerfälliger als ihre Schwester, weshalb sie in der Vergangenheit keine Akzeptanz fand und letztendlich mit dem Investmentmodernisierungsgesetz abgeschafft wurde. In Kombination mit der Unzulässigkeit der Ausgabe von Anlageaktien können die Altaktionäre somit die Erhöhung des Kapitals und die Aufnahme weiterer Aktionäre verhindern. Dies könnte sich in der Praxis als erhebliches Hindernis für die InvAG m.f.K. erweisen.

### *Keine Teilgesellschaftsvermögen*

Der Gesetzentwurf sieht – entsprechend zur InvKG – die Möglichkeit zur Auflage von TGV derzeit allein für die InvAG m.v.K. vor. Für jedes geschlossene Investmentvermögen muss folglich ein gesondertes Vehikel aufgelegt werden. Auch dies stellt, insbesondere im Wettbewerb mit den Standorten Luxemburg und Irland, nach unserer Auffassung einen Nachteil dar.

## 8. Vertrieb

### **Erweiterter Vertriebsbegriff – Abschaffung der Privatplatzierung**

Die derzeitigen Regeln zum Vertrieb von Investmentfonds werden durch das KAGB-E erhebliche Änderungen erfahren. Zentraler Anknüpfungspunkt ist die Erweiterung des Vertriebsbegriffes, der zu einer faktischen Abschaffung der Privatplatzierung führt. Während nach dem InvG (mit Ausnahme der Regelungen zu den Single-Hedgefonds) nur der „öffentliche Vertrieb“ aufsichtsrechtliche Relevanz hat, gilt künftig, dass „Vertrieb“ das direkte oder indirekte Anbieten oder Platzieren von Anteilen oder Aktien eines Investmentvermögens sowie das Werben für Investmentvermögen oder Verwaltungsgesellschaften umfasst. Als Folge dieses geänderten Konzepts wird die bislang in § 2 Abs. 11 InvG angesiedelte Regelung, wonach der Vertrieb an bestimmte institutionelle Anleger nicht als öffentlicher Vertrieb gilt, gestrichen. Zahlreiche der bisher bestehenden Ausnahmetatbestände des § 2 Abs. 11 InvG bleiben hingegen inhaltlich bestehen. Die dort genannten Aktivitäten (z.B. die namentliche Benennung eines Investmentvermögens, die Veröffentlichung von Ausgabe- und Rücknahmepreisen, die Bekanntmachung von Besteuerungsgrundlagen nach § 5 InvStG) gelten auch unter dem KAGB-E nicht als „Vertrieb“. Der Begriff des „öffentlichen“ Vertriebs spielt insoweit keine Rolle mehr.

Das bedeutet auch, dass grundsätzlich alle derzeit in Deutschland privat platzierten Investmentfonds eine Vertriebsanzeige nachholen müssen. Der Entwurf sieht hierfür eine Frist von einem Jahr nach Inkrafttreten des KAGB-E vor, also bis Juli 2014.

### **Anlegerdefinition**

Eine weitere Säule der Vertriebsvorschriften des KAGB-E ist die Übernahme der durch die MiFID-RL eingeführten Anlegerklassifizierung des

Wertpapierhandelsgesetzes, um anhand dieser Einteilung unterschiedliche Anforderungen für den Vertrieb aufzustellen. Anleger werden entweder als „Professionelle Anleger“ oder als „Privatanleger“ eingeordnet. Bei professionellen Anlegern wird davon ausgegangen, dass sie über ausreichende Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um ihre Anlageentscheidungen selbst treffen und die damit verbundenen Risiken angemessen beurteilen zu können. Die Einordnung in eine der beiden Gruppen erfolgt zunächst verbindlich anhand objektiver Merkmale. Als geborene professionelle Anleger kommen nur Rechtspersönlichkeiten wie z.B. Kreditinstitute, Fonds, Versicherungen und andere institutionelle Anleger in Betracht. Ausgehend von der gesetzlichen Einteilung, besteht aber die Möglichkeit, dass sich Anleger in die andere Gruppe einstufen lassen. Damit können z.B. auch Privatpersonen zu professionellen Anlegern werden. Für beide Gruppen gelten zunächst grundsätzlich die in der AIFM-RL vorgegebenen Informationspflichten. Bei der Regelung des Vertriebs an Privatanleger hat der deutsche Gesetzgeber aber darüber hinausgehend von der in der AIFM-RL vorgesehenen Möglichkeit Gebrauch gemacht, strengere Regeln vorzusehen. Dies betrifft vor allem umfassende Informations- und Veröffentlichungspflichten gegenüber den Anlegern.

### **Anzeigepflicht für sämtliche Fonds vor Vertriebsbeginn**

Schließlich ist neu, dass vor der Aufnahme des Vertriebes aller – auch inländischer (!) – AIF eine Anzeige an die BaFin erfolgen muss. Für OGAW-Fonds bleibt es dagegen bei dem bekannten Anzeigeverfahren.

Die Regeln zum Anzeigeverfahren für AIF unterscheiden danach, ob ein Vertrieb von inländischen, EU-AIF oder AIF aus Drittstaaten vorliegt, ob der Vertrieb an Privatanleger oder an professionelle Anleger erfolgen soll und schließlich, ob Master-Feeder-Fonds vertrieben bzw. in Bezug genommen werden. Dies führt zu einer nahezu einzelfallregelungsartigen Struktur der AIF-Anzeigevorschriften, des KAGB-E. Beim Vertrieb an Privatanleger müssen ausländische AIF-Verwaltungsgesellschaften u.a. einen zuverlässigen, geeigneten Repräsentanten mit Sitz in Deutschland benennen, der allerdings im Unterschied zur derzeitigen Rechtslage in der Lage sein muss, die Compliance-Funktion für die Verwaltungs- und Vertriebstätigkeit auszuüben.

## EU Pass für bestimmte Fonds

Ein weiteres wesentliches Element beim Vertrieb von AIF an professionelle Anleger ist der in der AIFM-RL vorgesehene EU-Pass, der in einem Mitgliedstaat zugelassene Fondsmanager zum EU-weiten Vertrieb von AIF berechtigt, wobei sich die Verwaltungsgesellschaft aus einem Drittstaat allerdings zuerst in einem EWR-Referenzmitgliedstaat registrieren muss.

## 9. Erlaubnisfragen (insbes. Auslagerung)

### Separate Erlaubnisverfahren für die Verwaltung von OGAW und von AIF

Die neue KVG kann als solche – eine entsprechende Zulassung vorausgesetzt – sowohl als Verwaltungsgesellschaft von OGAW als auch von AIF (und damit als AIFM) fungieren. Da die Zulassungsvoraussetzungen in der OGAW-RL und der AIFM-RL unterschiedlich geregelt sind, finden sich im KAGB-E gesonderte Vorschriften für Erlaubnisverfahren für OGAW-KVGen als auch für AIF-KVGen.

Die Erlaubnispflicht für AIFM ist für diejenigen Anbieter neu, die bislang erlaubnisfrei außerhalb des InvG stehende und insoweit unregulierte geschlossene Fonds aufgelegt und verwaltet haben. Hingegen müssen die bereits nach dem InvG regulierten Unternehmen neben der bestehenden OGAW-Lizenz eine zusätzliche Lizenz zur Verwaltung von AIF beantragen, um alle Bereiche ihres bisherigen Geschäftsmodells (Auflage und Verwaltung von Nicht-OGAW) weiter betreiben zu können.

### Auslagerung oder Anlageberatung

Verwalter, die sich nicht selbst als KVG bzw. AIFM regulieren lassen wollen, können über einen Auslagerungsvertrag die Portfolioverwaltung für AIF erbringen, sofern die Auslagerungsvoraussetzungen gegeben sind. Das KAGB-E regelt die Auslagerung in Umsetzung der AIFM-RL für AIF-Verwaltungsgesellschaften und OGAW-Verwaltungsgesellschaften weitestgehend einheitlich und geht damit teilweise über die bisherigen Auslagerungsvorgaben des InvG hinaus.

Zu beachten ist, dass die weitere Umsetzung der Vorschriften betreffend die Auslagerung per EU-Verordnung europaweit einheitlich geregelt wird und dieser Bereich damit nationalen Umsetzungsspielräumen entzogen ist. Die Verabschiedung einer ersten

Durchführungsverordnung zur AIFM-RL (AIFM-VO) durch die EU-Kommission steht in Kürze bevor.

Das Auslagerungsunternehmen muss – wie bisher schon für OGAW-Verwaltungsgesellschaften – über ausreichende Ressourcen für die Ausführung der ihm übertragenen Aufgaben verfügen und – das ist neu – die Personen, die die Geschäfte des Auslagerungsunternehmens tatsächlich leiten, müssen zuverlässig sein und über ausreichende Erfahrung verfügen.

Sofern die Auslagerung die Portfolioverwaltung *oder* das Risikomanagement betrifft, dürfen damit grundsätzlich wie bisher nur Auslagerungsunternehmen beauftragt werden, die für die Zwecke der Vermögensverwaltung oder Finanzportfolioverwaltung zugelassen oder registriert sind und einer Aufsicht unterliegen. Ausnahmsweise können AIF-KVGen für Spezial-AIF, die sie verwalten, die Portfolioverwaltung oder das Risikomanagement nach vorheriger Genehmigung durch die BaFin auch auf Unternehmen auslagern, die nicht für Zwecke der Vermögensverwaltung zugelassen sind. Die Anforderungen an eine ausreichende Lizenz werden in der AIFM-VO weiter konkretisiert. Verwalter in Deutschland, die im Rahmen einer solchen Auslagerung AIF verwalten möchten, bedürfen demnach einer Portfolioverwalterlizenz nach dem KWG.

Die KVG (d.h. bei selbstverwalteten Geschlossenen AIF, die InvAG oder InvKG) darf Aufgaben nicht in einem Umfang übertragen, der dazu führt, dass sie nicht länger als Verwaltungsgesellschaft angesehen werden kann und zu einem „Briefkastenunternehmen“ wird. Damit im Zusammenhang stehen dürfte auch das Erfordernis, dass immer nur das Portfoliomanagement oder das Risikomanagement ausgelagert werden dürfen, nicht aber beide Funktionen.

Über den „Umweg“ der AIFM-Richtlinie wurde das Erfordernis, dass eine Auslagerung der BaFin angezeigt werden muss, bevor die Auslagerungsvereinbarung in Kraft tritt wieder eingeführt. Mit dem Investmentänderungsgesetz wurde 2008 die Möglichkeit geschaffen solche Auslagerungen nur gesammelt am Ende jedes Geschäftsjahres zu melden.

Sofern ein „Verwalter“ weder eine AIFM-Lizenz noch eine MiFID-Portfolioverwalterlizenz beantragen kann oder möchte, kommt nur die Anbindung als Anlageberater eines Fonds in Frage. Dies setzt jedoch eine entsprechende Anlageberatungserlaubnis nach § 32 KWG voraus,

wenn sich die Beratung auf Finanzinstrumente im Sinne des KWG bezieht und kein Ausnahmetatbestand greift. Auch in diesem Fall müssen allerdings die oben genannten Substanzanforderungen beachtet werden.

### Ausnahmen von der Erlaubnispflicht

Die in der AIFM-RL enthaltene de-minimis-Regel wird nicht auf die Verwalter von Publikumsfonds angewandt. Das bedeutet, dass nur AIF-KVGen, die ausschließlich Spezial-AIF verwalten, bei Vorliegen einer der in der AIFM-RL enthaltenen Schwellenwerte einer Genehmigungspflicht nach dem KAGB-E entgehen und lediglich einer Registrierungspflicht sowie bestimmten Berichtspflichten an die BaFin unterliegen. Aus Anlegerschutzgesichtspunkten sind jedoch auf die Verwalter von Publikums-AIF unabhängig von der Größe der Fonds die Vorschriften des KAGB-E voll anzuwenden. Der Gesetzgeber begründet dies vor allem damit, dass es im Hinblick auf das Schutzbedürfnis von Privatanlegern unerheblich sei, ob der Anleger in einen kleinen oder einen großen Fonds investiert.

### Übergangsfristen für Erlaubniserteilung

Das KAGB-E sieht in § 311 allgemeine Übergangsvorschriften für AIF-Verwaltungsgesellschaften und AIF vor. Die Vorschrift setzt Artikel 61 Absatz 1 der AIFM-RL um. AIF-KVGen haben danach innerhalb einer Frist von einem Jahr, eine Erlaubnis oder Registrierung nach dem KAGB-E zu beantragen. Allerdings ist parallel hierzu vorgesehen, dass AIF-KVGen neue AIF nach dem Tag des Inkrafttretens des Gesetzes erst auflegen dürfen, wenn sie die Erlaubnis bzw. Registrierung nach dem KAGB-E erhalten haben. Dies schränkt die Reichweite dieser Übergangsregelung erheblich ein.



Autoren dieses Legal Updates sind Robert Eberius, Dr. Carsten Fischer, Dr. Till Friedrich, Martin Hüwel, Angelo Lercara, Achim Pütz, Florian Rinck, Daniel Schäfer, Hans Stamm, Dr. Benedikt Weiser und Dr. Frank Wilbert.

---

## Ansprechpartner der Financial Services Group

Für weitere Informationen wenden Sie sich bitte an einen der nachfolgend aufgeführten Anwälte oder an Ihren üblichen Ansprechpartner bei Dechert. Besuchen Sie auch unsere Website unter:

[www.dechert.com/financial\\_services](http://www.dechert.com/financial_services).

#### Dr. Carsten Fischer

Frankfurt  
+49 69 7706194211  
carsten.fischer@dechert.com

#### Angelo Lercara

Munich  
+49 89 21 21 63 22  
angelo.lercara@dechert.com

#### Hans Stamm

Munich  
+49 89 21 21 63 42  
hans.stamm@dechert.com

#### Martin Hüwel

Frankfurt  
+49 69 7706 190  
martin.huewel@dechert.com

#### Achim Pütz

Frankfurt  
+49 69 7706194212  
achim.puetz@dechert.com

#### Dr. Benedikt Weiser

Frankfurt  
+49 69 7706194220  
benedikt.weiser@dechert.com

Registrieren Sie sich für weitere [DechertOnPoints](#).

Dechert internationally is a combination of limited liability partnerships and other entities registered in different jurisdictions. Dechert has more than 800 qualified lawyers and 700 staff members in its offices in Belgium, China, France, Germany, Georgia, Hong Kong, Ireland, Kazakhstan, Luxembourg, Russia, the United Arab Emirates, the UK and the US.

Dechert LLP in the US ("Dechert LLP US") is a Pennsylvania limited liability partnership which has branch and representative offices in Beijing, Brussels, Dubai, Frankfurt and Munich.

Dechert LLP in the UK is a limited liability partnership registered in England & Wales (Registered No. OC306029) and is authorised and regulated by the Solicitors Regulation Authority of England and Wales. The registered address is 160 Queen Victoria Street, London EC4V 4QQ, UK.

A list of names of the members of Dechert LLP (who are referred to as "partners") is available for inspection at the above address. The partners are solicitors or registered foreign lawyers. The use of the term "partners" should not be construed as indicating that the members of Dechert LLP are carrying on business in partnership for the purpose of the Partnership Act 1890.

Dechert (Paris) LLP is a limited liability partnership registered in England and Wales (Registered No. OC332363), authorised and regulated by the Solicitors Regulation Authority of England and Wales, and registered with the French Bar pursuant to Directive 98/5/CE. A list of the names of the members of Dechert (Paris) LLP (who are solicitors or registered foreign lawyers) is available for inspection at our Paris office at 32 rue de Monceau, 75008 Paris, France, and at our registered office at 160 Queen Victoria Street, London, EC4V 4QQ, UK.

Dechert Georgia LLC, a limited liability company registered in Georgia (Identification number 404423147), is a wholly owned subsidiary of Dechert LLP US.

Dechert in Hong Kong is a Hong Kong partnership regulated by the Law Society of Hong Kong.

Dechert Kazakhstan Limited, a private limited company registered in England & Wales (Registered No. 07978170), is a wholly owned subsidiary of Dechert LLP US, and is authorised and regulated by the Solicitors Regulation Authority of England and Wales. Legal services in Kazakhstan are provided by the Almaty branch of Dechert Kazakhstan Limited. A list of the names of the directors of Dechert Kazakhstan Limited is available for inspection at its registered office: 160 Queen Victoria Street, London EC4V 4QQ, England.

Dechert in Ireland is an Irish partnership regulated by the Law Society of Ireland.

Dechert Luxembourg is a multi-national partnership regulated in Luxembourg by the Luxembourg Bar and authorised and regulated in the UK by the Solicitors Regulation Authority of England and Wales.

Dechert Russia LLC, a wholly owned subsidiary of Dechert LLP US, is a Delaware Limited Liability Company with a registered branch in Moscow.

This document is a basic summary of legal issues. It should not be relied upon as an authoritative statement of the law. You should obtain detailed legal advice before taking action. This publication, provided by Dechert LLP as a general informational service, may be considered attorney advertising in some jurisdictions. Prior results do not guarantee a similar outcome.

© 2012 Dechert LLP. Reproduction of items from this document is permitted provided you clearly acknowledge Dechert LLP as the source.

Almaty • Austin • Beijing • Boston • Brussels • Charlotte • Chicago • Dubai • Dublin • Frankfurt • Hartford  
Hong Kong • London • Los Angeles • Luxembourg • Moscow • Munich • New York • Orange County • Paris  
Philadelphia • Princeton • San Francisco • Silicon Valley • Tbilisi • Washington, D.C.