

**Stellungnahme zum Vorschlag für eine Richtlinie des
europäischen Parlaments und des Rates über die Verwalter
alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinie
2004/39/EG und 2009/.../EG (KOM [2009] 207)
Stand: 23.11.2009**

Die vorliegende Stellungnahme zum o.g. Entwurf untergliedert sich in grundsätzliche Anmerkungen (I.), in spezifische Anmerkungen zum Anwendungsbereich und zu den Definitionen (II.) sowie zu den Aufsichtsanforderungen im Einzelnen (III.). Ferner werden der Kompromissvorschlag der schwedischen Ratspräsidentschaft beleuchtet (IV.) und effizientere Regulierungsvorschläge (V.) aufgezeigt.

I. Grundsätzliche Anmerkungen

Der VGF Verband Geschlossene Fonds unterstützt das Anliegen der Europäischen Kommission, zur Eindämmung der systemischen Risiken für die Finanzmärkte und zur Stärkung des Anlegerschutzes einen harmonisierten Rechtsrahmen für alternative Investmentfonds-Manager (AIFM) zu schaffen. Dabei erscheint der europäische Ansatz des Vorhabens insbesondere angesichts der vielfach grenzüberschreitenden Aktivitäten einer Vielzahl alternativer Investmentfonds (AIF) angemessen.

Durch den weit gefassten Anwendungsbereich und die unbestimmten Begriffsbestimmungen des am 30.04.2009 vorgelegten Richtlinienentwurfs werden jedoch weit mehr kollektive Anlageformen unter die Richtlinie fallen, als dies gemessen an den Regelungszielen beabsichtigt bzw. sinnvoll erscheint. Zu den betroffenen Anlageformen könnten nach derzeitigem Wortlaut auch die Anbieter bzw. Manager deutscher geschlossener Fonds in der Rechtsform von Kommanditgesellschaften gehören. Eine Regulierung in der vorliegenden Form ist für geschlossene Fonds bzw. deren Management angesichts ihrer besonderen nationalen Spezifika, ihres fehlenden grenzüberschreitenden Bezugs und Rahmenbedingungen jedoch unpassend, unangemessen und mit zahlreichen Auslegungsfragen verbunden. Dies begründet sich zusammengefasst wie folgt:

- Geschlossene Fonds sind ein rein deutsches Produkt. Sie werden als unternehmerische Beteiligungen in der Rechtsform einer deutschen GmbH & Co KG ausgestaltet und sind wie ihre Anleger fast ausschließlich im deutschsprachigen Raum ansässig. In den übrigen Mitgliedstaaten der

EU außerhalb Deutschlands und Österreichs spielen geschlossene Fonds in dieser Form als Kapitalanlage keine Rolle. Ein aktiver Vertrieb in den anderen Mitgliedsstaaten erfolgt nicht. Damit sind sie weder von systemischer Relevanz für die europäischen Finanzmärkte, noch ist für sie die Nutzung des europäischen Passes mit der Möglichkeit zum Vertrieb im EU-Ausland von Bedeutung. Unter Berücksichtigung des Subsidiaritätsgrundsatzes nach Art. 5 Abs. 2 des EG-Vertrages fehlt es für deutsche geschlossene Fonds daher an einem Bedürfnis nach einer harmonisierten Regulierung durch ein europäisches Aufsichtsregime. Die Regulierung geschlossener Fonds kann auf nationaler Ebene besser und effektiver umgesetzt werden. Erst eine nationale Regulierung kann den besonderen Eigenschaften geschlossener Fonds hinreichend Rechnung tragen und damit Transparenz, Anlegerschutz und Rechtssicherheit tatsächlich verbessern. Der VGF hat mit dem VGF Eckpunktepapier zur Regulierung geschlossener Fonds hierzu bereits einen Vorschlag vorgelegt (s. im Einzelnen unten V.)

- Viele der im Richtlinienentwurf vorgesehenen Bestimmungen sind auf Fonds zugeschnitten, bei denen der Fondsmanager aktiv Finanzinstrumente an- und verkauft (z.B. Art. 11, 20, 21). Die Aufgaben des Fondsmanagers eines geschlossenen Fonds sind jedoch auf die bloße Bewirtschaftung eines einzelnen oder einiger weniger Sachwertobjekte wie z.B. eine bestimmte Büroimmobilie oder einen Solarpark¹ beschränkt. Die Laufzeit des Fonds liegt dabei in der Regel zwischen 7 und 25 Jahren. Das Asset bzw. die Assets des Fonds sind dabei regelmäßig schon vor Beteiligung der Anleger vom Emissionshaus erworben und insoweit fixiert. Der Anleger kennt folglich im Vorfeld das Investitionsobjekt des Fonds. Während der Laufzeit des Fonds findet ein An- und Verkauf weiterer bzw. der vorhandenen Assets nicht statt. Darüber hinaus sehen die Fondsverträge keine Anteilsrücknahmepflicht des Emissionshauses bzw. Anteilsrückgaberecht des Anlegers vor.
- Der Entwurf orientiert sich in vielen Punkten an den rechtlichen Rahmenbedingungen offener Fonds. Dies betrifft insbesondere die Rücknahme von Anteilen, die bei geschlossenen Fonds konzeptionsgemäß nicht vorgesehen ist. Vor allem die Voraussetzungen zum Liquiditätsmanagement (Art. 12), zur Verwahrstelle (Art. 17) und zur Bewertung (Art. 16) sind für geschlossene Fonds daher vollkommen ungeeignet und unangemessen.

¹ Geschlossene Fonds investieren überwiegend in ein einzelnes Investitionsobjekt. Daneben finden sich aber auch Fonds, die in eine Mehrzahl von Assets investiert sind (z.B. Fonds mit drei Wohnimmobilien). In einigen wenigen Fällen sind das oder die Assets nicht vorbestimmt und bereits vor Beginn der Laufzeit erworben. Man spricht in diesen Fällen, in denen zumeist lediglich bestimmte Investitionskriterien vorgegeben sind, von Blind-Pool-Fonds.

- Die Europäische Kommission geht ausweislich ihrer einleitenden Erläuterungen davon aus, dass die in den Anwendungsbereich der Richtlinie fallenden Fonds solche sind, an denen sich weit überwiegend institutionelle Anleger beteiligen. Deutsche geschlossene Fonds sind Publikumsgesellschaften. Ihre Anleger sind fast ausschließlich Privatanleger. Der Anteil institutioneller Anleger liegt bei rund 1 %. Den Vorteil eines europäischen Passes bietet der Richtlinienentwurf für geschlossenen Fonds daher gerade nicht.
- Der Richtlinienentwurf berücksichtigt ferner nicht hinreichend die unterschiedliche Leistungsfähigkeit der im Einzelnen erfassten Fondsanbieter bzw. -manager. Die Anbieter geschlossener Fonds deutscher Prägung (Emissionshäuser) sind mittelständische Unternehmen². Neben Anbietern mit institutionellem Hintergrund (Banken und Versicherungen als Eigentümer) und börsennotierten Aktiengesellschaften finden sich zu einem gewichtigen Teil durch private Inhaber geführte Anbieter. Insbesondere für letztere stehen die einzelnen Anforderungen in keinem Verhältnis zu dem mit den Richtlinienanforderungen verbundenem Aufwand. Nach jetzigem Stand müsste mit Geschäftsaufgaben und einer zunehmenden Konzentration der mittelständisch geprägten Emissionshäuser, die insbesondere in den Bereichen Immobilien, Schifffahrt und erneuerbare Energien wichtige Finanzierungsfunktionen übernehmen, gerechnet werden.
- Eine Vielzahl der nach unserer Schätzung knapp 2.500 bereits emittierten geschlossenen Fonds mit einem Volumen von ca. 142 Mrd. Euro Assets under Management (AUM) (Quelle: jew. VGF Branchenzahlen 2008) würde die Anforderungen der AIFM-Richtlinie entweder nur unter erheblichen Aufwand oder gar nicht bewältigen können. Die finanziellen und rechtlichen Belastungen tragen die unternehmerisch partizipierenden Anleger eines geschlossenen KG-Fonds dabei direkt. Damit unterscheiden sie sich maßgeblich von offenen Fonds, bei denen verwaltende Kapitalanlagegesellschaft und Anleger-Sondervermögen rechtlich und wirtschaftlich voneinander getrennt sind, mithin die AIFM-Anforderungen weniger die Anleger als vielmehr lediglich das Managementunternehmen treffen.

² Die Beschäftigungszahl der Anbieter geschlossener Fonds bewegt sich in einer Bandbreite von 10 bis zu 300 Mitarbeitern.

Auf Grundlage der vorstehenden Ausführungen möchten wir zusammenfassend nachfolgende grundsätzliche Änderungen anregen:

- Geschlossene Fonds bzw. deren Manager sollten durch Präzisierungen bzw. Anpassungen des Anwendungsbereichs und der Begriffsdefinitionen **ganz aus der AIFM-Richtlinie ausgeklammert werden.**
- Für den Fall, dass eine Ausklammerung aus dem Anwendungsbereich ausbleibt, sollte eine **deutlich flexiblere Ausgestaltung der einzelnen Aufsichtspflichten geschaffen werden, welche die Produkteigenschaften der einzelnen Fondsgattungen, die Marktadäquanz innerhalb der internationalen Finanzmärkte sowie die Leistungsfähigkeit der Branche berücksichtigt.** Eine Profildifferenzierung, wie sie in Kapitel V des Richtlinienentwurfes bereits ansatzweise vorgesehen ist, sollte daher deutlich ausgebaut werden. Eine Dynamisierung des Anforderungskatalogs ist transparenter, gerechter, und für die jeweiligen Unternehmen auch mittelstandsfreundlicher.
- **Vor dem Hintergrund der für bestehende geschlossene Fonds erheblichen Folgen sollte eine Bestandsschutzregelung eingeführt werden.** Die erheblichen Kosten für die Umsetzung und Einhaltung einer AIFM-Regulierung konnten die bestehenden geschlossenen Fonds nicht ihre Kalkulation aufnehmen. Entgegen den sog. offenen Evergreenfonds, die keine Laufzeitbeschränkung kennen, sollten alle AIFM für AIF in Form geschlossener Fonds bis zum Ende ihrer festgelegten Laufzeit ausgenommen sein.

II. Anmerkungen zum Anwendungsbereich und zu den Definitionen

Der unter Art. 2 definierte Anwendungsbereich und die Begriffsbestimmungen nach Art. 3 werfen eine Vielzahl von Auslegungsfragen auf. Durch die Unbestimmtheit der Begrifflichkeiten bleibt im Einzelnen unklar, welche Fondstypen und Managementaktivitäten tatsächlich von der Richtlinie erfasst sind. Wir halten es daher für dringend erforderlich, durch entsprechende Präzisierungen der Formulierungen Klarheit und Rechtssicherheit herzustellen.

1. Definition AIF, Art. 3 a)

Es ist unklar, ob deutsche geschlossene Fonds bzw. deren Manager in den Anwendungsbereich der AIFM-Richtlinie fallen. Damit geschlossene Fonds in den Anwendungsbereich der AIFM-Richtlinie fallen, müssten sie AIF sein. Nach Art. 3 a) ist ein AIF jeder Organismus für gemeinsame Anlagen einschließlich seiner Anlagezweige, dessen Zweck in gemeinsamen Anlagen besteht und der nicht

nach Art. 5 der OGAW-Richtlinie zugelassen werden muss. Unklar ist dabei, was unter einem Organismus für gemeinsame Anlagen (OGA) zu verstehen ist. Eine europäische Definition des OGA-Begriffs ist bisher nicht ersichtlich. Der deutsche Gesetzgeber versteht unter Anteilen an OGA ausschließlich Anteile an Investment-Sondervermögen im Sinne des Investmentgesetzes. Dies ergibt sich aus dem geltenden § 2 Abs. 1 Satz 2 WpHG, durch den der OGA-Begriff der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie (93/22/EWG, dort Anhang, Abschnitt B, 1.b)) in nationales Recht umgesetzt wurde. Vermögensanlagen im Sinne des § 8f Abs. 1 VerkProspG, also geschlossene Fonds, werden ausdrücklich nicht als OGA aufgefasst (vgl. S. 7 der Begründung des Gesetzesentwurfs der Bundesregierung v. 15.11.2006, BT-Drucks. 16/4028 v. 12.01.2007). Aus dieser Sicht muss bezweifelt werden, ob deutsche geschlossene Fonds unter Art. 3 a) fallen und damit im Anwendungsbereich der AIFM-Richtlinie wären. Ob das deutsche Verständnis dem des europäischen Richtliniengebers entspricht, ist bisher nicht geklärt.

→ Um hier Rechtsklarheit zu schaffen, sollte der Richtliniengeber den OGA-Begriff abschließend definieren. Der Richtliniengeber sollte klarstellen, dass geschlossene Fonds mangels Fungibilität gerade keine Finanzinstrumente sind. Ohne einen trennscharfen OGA-Begriff erscheint die Einordnung des deutschen geschlossenen Fonds in ein europäisches Rechtsregime willkürlich. Es bedarf einer inhaltlichen Abgrenzung zu denjenigen Richtlinien, die aufgrund ihres differenzierten Zuschnitts auf handelbare Finanzinstrumente für geschlossene Fonds nicht passen.

2. Grundsatz der Risikostreuung, Erwägungsgrund (5)

Es ist ferner unklar, ob in Art. 3 a) der AIFM-Richtlinie an den Grundsatz der Risikostreuung anzuknüpfen ist. Nach Erwägungsgrund (5) des Richtlinienentwurfs soll der Geltungsbereich auf OGA beschränkt sein, *„die sich bei einer Reihe von Anlegern Kapital beschaffen und es einer bestimmten Anlagestrategie entsprechend nach dem Grundsatz der Risikostreuung zugunsten dieser Anleger investieren.“* Im Richtlinienentwurf selbst findet sich diese Konkretisierung nicht. Die Pflichten der AIFM-Richtlinie knüpfen erkennbar an das Management diversifizierter Portfoliofonds mit einer Vielzahl von Vermögensgegenständen. Es sollte durch die AIF-Definition klar werden, dass nur solche Fonds erfasst werden, die in ein Portfolio von Assets investieren, mithin den Grundsatz der Risikostreuung befolgen. In Anlehnung an die Portfoliotheorie von Markowitz könnte die Größe des Portfolios mit sieben Objekten bestimmt werden. Unseres Erachtens ist es vollkommen zutreffend und der Zielsetzung der Richtlinie entsprechend, geschlossene Fonds in ihrer typischen Prägung als Ein-Asset-Fonds aus dem Anwendungsbereich auszuklammern.

→ Wir möchten daher anregen, hier einen Gleichklang zu schaffen und den Grundsatz der Risikostreuung durch die Aufnahme des Portfolio von Assets in den Definitionen unter Art. 3 der AIFM-Richtlinie deutlich herauszustellen.

3. Begrenzung auf AIFM mit Entscheidungsspielraum hinsichtlich des An- und Verkaufs von Vermögensgegenständen

Die Richtlinie ist an Fondsmanager adressiert, die für die von ihnen gemanagten Fonds im Rahmen eines aktiven Portfoliomanagements laufend Assets kaufen und verkaufen. Dabei ist der Fokus insbesondere auf solche Fondsmanager gerichtet, die durch riskante Handelstechniken wie Leerverkäufe oder durch hohen Fremdmiteinsatz systemische Risiken hervorrufen. Die Ausrichtung auf ein aktives Portfolio- und Investitionsmanagement spiegelt sich in der Ausgestaltung verschiedener Anforderungen wider. Zum Risikomanagement wird etwa in Art. 11 festgelegt, dass für Anlagen, die der AIFM im Namen des AIF tätigt, eine der Anlagestrategie, den Zielen und dem Risikoprofil des AIF angemessene, dokumentierte und regelmäßig aktualisierte Due Diligence durchzuführen ist.

Wie bereits erläutert steht bei geschlossenen Fonds das Investitionsobjekt typischerweise im Vorhinein fest. Das Asset wird durch den Fonds vor Beitritt der Anleger erworben und sodann über eine zumeist 7-25 Jahre andauernde Laufzeit gehalten und bewirtschaftet. Mit der geplanten abschließenden Veräußerung des vorbestimmten Assets wird der Fonds liquidiert und aufgelöst.

Die Aufgaben des Fondsmanagers eines geschlossenen Fonds beschränken sich regelmäßig auf die kaufmännische Bewirtschaftung des Fondsobjekts. Zum vorzeitigen Verkauf, zum Neukauf von Assets oder sogar zum aktiven Handel ist der Fondmanager nicht befugt. Aufgrund der gesetzlichen Bestimmungen des HGB und BGB sind dem Fondsmanagement der typischerweise als GmbH & Co KG ausgestalteten geschlossenen Fonds Grenzen gesetzt. Wesentliche, grundsätzliche Entscheidungen bleiben der Gesellschafterversammlung und damit den Anlegern vorbehalten. Zu solchen wesentlichen Entscheidungen gehört etwa die frühzeitige Veräußerung des Fondsobjekts, z.B. der Immobilie oder des Schiffs.

Verwaltungsdienste, die sich konzeptionsbedingt auf die bloße Verwaltung und Bewirtschaftung der Vermögensgegenstände beschränken und die gerade kein aktives Portfoliomanagement betreiben, sollten aus dem Anwendungsbereich der Richtlinie ausgenommen werden. Sie rufen weder die Risiken hervor, die durch die Richtlinie eingeschränkt werden sollen, noch sind für sie eine Vielzahl der Anforderungen wie z.B. die Regelungen zum Risikomanagement (Art. 11) sinnvoll und praktikabel.

→ Wir regen daher an, Art. 3 d) auf solche Verwaltungsdienste zu beschränken, denen hinsichtlich der Investition bzw. Deinvestition in Investitionsgegenstände ein eigenständiger Entscheidungsspielraum zusteht. Fondsmanager, deren Befugnisse auf die rein operative Bewirtschaftung des oder der Fondsassets beschränkt sind, sollten hingegen vom Anwendungsbereich ausgenommen werden.

4. Welche Managementeinheiten kommen als AIFM nach Art. 2 Abs.1 i.V.m. Art. 3d) in Frage?

Nach Art. 2 Abs. 1 soll die Richtlinie für alle AIFM mit Sitz in der Gemeinschaft gelten, die für einen oder mehrere AIF Verwaltungsdienste erbringen. Verwaltungsdienste sind dabei die Aktivitäten der Verwaltung und Administration eines oder mehrere AIF im Auftrag eines oder mehrerer Anleger, Art. 3 d). Dies führt dazu, dass hinsichtlich des Modells eines deutschen geschlossenen Fonds gleichzeitig eine Vielzahl von Personen eine AIFM-Zulassung benötigen würde, da mehrere Personen jeweils einzelne Verwaltungsdienste erbringen.

Geschlossene Fonds werden nach ihrer Platzierung und Schließung regelmäßig durch das Emissionshaus bewirtschaftet und gemanagt. Hierzu wird in der Regel eine dem Emissionshaus angehörige Tochtergesellschaft als Komplementär-GmbH oder geschäftsführende Kommanditistin eingesetzt, die ihrerseits wesentliche Teile des Managements durch einen Geschäftsbesorgungsvertrag auf eine weitere Tochtergesellschaft oder das Emissionshaus verlagert, Letztgenannte verantworten das kaufmännische Management des Fonds. Häufig fungiert ein- und dieselbe Tochtergesellschaft als Management-GmbH einer Vielzahl der durch das Emissionshaus aufgelegten Fonds. Neben dem Fondsmanager, der für die kaufmännische Bewirtschaftung des Fonds verantwortlich ist, übernimmt regelmäßig ein Assetmanager die Verwaltung des Fondsobjekts. Bei geschlossenen Immobilienfonds ist dies typischerweise der Objektverwalter, bei Schiffsfonds der Vertragsreeder, der vor allem für die Bemannung und Ausstattung des Schiffes zuständig ist. Der Assetmanager ist nicht selten ebenfalls eine mit dem Emissionshauses verbundene Gesellschaft, teilweise wird er Kommanditist der Fondsgesellschaft. Anders als etwa bei offenen Fonds, bei denen AIFM regelmäßig die Kapitalanlagegesellschaft wäre, kommen bei geschlossenen Fonds sowohl Komplementärin und/oder geschäftsführende Kommanditistin, das durch Geschäftsbesorgungsvertrag eingesetzte Tochtergesellschaft bzw. das Emissionshaus als auch Assetmanager aufgrund der weiten und unbestimmten Fassung der Definitionen unter Art. 3 d) als zu beaufsichtigende AIFM in Frage.

→ Es wäre nicht sachgerecht, wenn verschiedene Management-Einheiten, insbesondere sowohl Fonds- als auch Assetmanager eines AIF jeweils als

AIFM zulassungs- und aufsichtspflichtig wären. Die Definition des Art. 3 d) zu Verwaltungsdiensten bedarf daher einer Ergänzung, aufgrund derer jeweils nur ein Rechtssubjekt als AIFM in Frage kommt.

III. Anmerkungen zu den Aufsichtsanforderungen

Unabhängig von der Frage, ob und inwieweit die AIFM-Richtlinie auf geschlossene Fonds anwendbar ist bzw. ob es durch Präzisierungen Einschränkungen des Anwendungsbereiches geben sollte, möchten wir im Folgenden zu den einzelnen Anforderungen Stellung beziehen. Wir beschränken unsere Anmerkungen hierbei auf diejenigen Pflichten, die für geschlossene Fonds besonders problematisch in der praktischen Umsetzung und Anwendung wären.

1. Anfangskapital und laufende Kapitalausstattung, Artikel 14

Das Anfangskapital und die laufende Kapitalausstattung des AIFM sollen mindestens 125.000 EUR betragen, wobei je nach dem Wert des verwalteten Portfolios eine prozentuale Steigerung des vorzuhaltenden Kapitals erfolgen soll. Gegen diese Kapitalvoraussetzungen bestehen aus unserer Sicht keine Einwände. Allerdings sollte es eine Decklungsgrenze der Kappungsgrenze von max. 10 Mio. EUR geben, um auch kleineren, mittelständischen Unternehmen die Weiterführung ihres Geschäftes zu ermöglichen.

2. Bewertung, Artikel 16

Der Sinn und Zweck laufender Bewertungen liegt vor allem darin, kauf- oder verkaufswilligen Anlegern Anhaltspunkte für den tatsächlichen Wert ihrer Beteiligungen zu geben. Eine solche Bewertung kann auch dann sinnvoll sein, wenn der Fonds Anteile neu herausgibt oder zurücknimmt, wie dies etwa bei offenen Fonds der Fall ist. Bei deutschen geschlossenen Fonds in der Rechtsform der GmbH & Co. KG findet weder eine Neuausgabe noch eine Rücknahme von Fondsanteilen statt. Darüber hinaus veräußern Anleger geschlossener Fonds ihre Beteiligungen während der Laufzeit nur in Ausnahmefällen. Normalfall, und konzeptionell auch so vorgesehen, ist das Halten der Beteiligung bis zum Exit. Viele Fondsanteile werden und können aus steuer- und gesellschaftsrechtlichen Gründen auch nicht gehandelt werden.

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, welchen Sinn eine mit erheblichem Aufwand verbundene, mindestens jährlich stattfindende Bewertung z. B. einer Immobilie oder eines Schiffes sowie darüber hinaus auch der Anteile bei geschlossenen Fonds hätte. Es fragt sich zudem, nach welcher Methodik eine Asset-Bewertung vorgenommen werden soll. Die angewandten Bewertungsmethodiken sind in der Praxis äußerst vielfältig. Wenn es dem

Richtliniengeber um die Schaffung eines europäischen Binnenmarktes geht, sollte zumindest die bestimmte Methodik einheitlich festgelegt werden; andernfalls ist die Aussagekraft der Bewertung für die Aufsicht und die Anleger anzuzweifeln.

Die durch eine Bewertungsstelle jährlich sowie bei jeder Ausgabe oder Rücknahme von Anteilen durchzuführende Bewertung würde zudem einen unverhältnismäßigen Arbeits- und Kostenaufwand mit sich bringen, der am Ende vom Anleger zu zahlen ist.

Die Bewertungspflicht sollte daher nicht gelten, sofern nach der Natur des jeweiligen Fondstyps die Anteilsrückgabe entweder gar nicht oder nur eingeschränkt möglich ist.

Soweit neben der unzweckmäßigen Bewertung für den Anleger eine Bewertung zum Zwecke der Aufsicht für vordergründig zwingend erachtet wird, sollten jedenfalls flexiblere und kostengünstigere Bewertungsmethoden ermöglicht werden. Insbesondere kann eine kategorische Pflicht für eine Bewertung durch Externe nicht überzeugen. Die Qualität einer Bewertung kann ebenso durch eine interne Bewertung nach festzulegenden Standards gesichert werden, deren Einhaltung von unabhängigen Institutionen wie Wirtschaftsprüfern kontrolliert wird.

3. Verwahrstelle, Artikel 17

Nach Artikel 17 sind sämtliche durch einen AIF eingesammelte Anlegergelder von einem als Verwahrstelle fungierenden, unabhängigen Kreditinstitut entgegenzunehmen und auf einem gesonderten Konto zu verwahren. Die durch den AIF gehaltenen Finanzinstrumente sind ebenso bei dem Kreditinstitut zu verwahren. Das Institut hat ferner zu überprüfen, ob der AIF Eigentum an den Vermögenswerten erworben hat, in die er investiert hat. Damit orientiert sich die Richtlinie auch in diesem Punkt deutlich an den Vorgaben für offene Investmentfonds, bei denen die Depotbank das Sondervermögen der Kapitalanlagegesellschaft verwahrt.

Das Vermögen eines geschlossenen Fonds ist rechtlich und faktisch getrennt vom Vermögen des Emissionshauses, der Komplementärin und/oder geschäftsführenden Kommanditistin und des Assetmanagers. Die Entgegennahme der Anlegergelder erfolgt durch einen Treuhandkommanditisten, die Verwendung der Anlegergelder muss den Vorgaben des Verkaufsprospektes entsprechen. Ein Mittelverwendungskontrolleur, zumeist in Gestalt eines unabhängigen Wirtschaftsprüfers, überprüft, ob die Anlegergelder prospektgemäß und zweckgebunden verwendet werden. Die mit dem Emissionshaus verbundenen geschäftsführenden Gesellschafter beteiligen sich in

der Regel lediglich mit einer Beteiligung von höchstens 25.000 Euro, entweder als Komplementär-GmbH oder als Kommanditistin. Der Assetmanager ist nur zum Teil als Kommanditist in die Gesellschaft eingebunden. Geraten das Emissionshaus oder die mit ihr verbundenen Komplementäre und/oder geschäftsführenden Kommanditisten in eine finanzielle Schieflage oder sogar in die Insolvenz, so bleibt die Vermögenslage des Fonds davon unberührt.

Für geschlossene Fonds wäre es weder sinnvoll noch erforderlich, dass die Anlegergelder zwingend durch eine Depotbank gehalten werden. Die Kombination aus Treuhänder und Mittelverwendungskontrolleur hat sich in der Praxis als effektives und transparentes Modell für geschlossene Fonds bewährt. Durch die aktuelle Richtlinie wäre mit einer Abschaffung des Treuhandmodells bei geschlossenen Fonds zu rechnen, ohne dass dies sachlich begründet wird. Wir fordern auch hier die Einhaltung der Verhältnismäßigkeit. Stärkere Anpassungen der AIFM-Anforderungen an die jeweiligen Gegebenheiten der einzelnen Fondsarten sind zwingend erforderlich. In den Regeln zur Verwahrung sollte weiteren Rechtssubjekten ergänzt werden, die durch die Einhaltung standardisierten Berufspflichten eine korrekte Verwahrung garantieren und im Missbrauchsfall auch haften.

Eine unabhängige Verwahrstelle würde ferner zu enormen Kosten führen, die allem den Anlegern schadet: Die ggf. dann notwendig werdende Übertragung des rechtlichen Eigentums der Kommanditgesellschaft auf die Verwahrstelle könnte bei Immobilienfonds Grunderwerbssteuer auslösen; andere Assetklassen wären ebenfalls durch nicht unerhebliche Kosten belastet, zum Beispiel durch die Umtragung in Schifffahrts- und Luftfahrtregister. Auch diese Kosten haben die Bestandsfonds zu keinem Zeitpunkt in ihre Kalkulation aufnehmen können. Die bereits dargestellte Aufnahme von Bestandsschutzregeln für geschlossene Fonds ist folglich unerlässlich.

4. Risikomanagement, Artikel 11

Die unter Artikel 11 formulierten Anforderungen an das Risikomanagement sind auf solche Fonds ausgerichtet, bei denen aktiv und stetig Investments getätigt werden und Assets laufend umgeschichtet werden. So hat der AIFM dafür Sorge zu tragen, dass das Risikoprofil des AIF der Größe, der Portfoliostruktur sowie den Anlagestrategien und -zielen entspricht (Abs. 3 c)). Außerdem soll der AIFM eine den Zielen und dem Risikoprofil des AIF angemessene Due Diligence durchführen, wenn er im Namen des AIF Anlagen tätigt (Abs. 3 a)). Unter Abs. 4 wird darüber hinaus angeordnet, dass der AIFM Vorkehrungen zu treffen habe, sofern er Leerverkäufe tätigt.

Wie bereits dargestellt wird die Investition eines geschlossenen Fonds in ein bestimmtes Asset typischerweise im Vorfeld getätigt. Während der Laufzeit des Fonds sind weitere An- und Verkäufe von Assets durch das AIFM weder vorgesehen noch rechtlich ohne weiteres möglich. Fondsmanager eines geschlossenen Fonds verfügen üblicherweise schon heute über ein adäquates Risikomanagementsystem. Im Fokus eines solchen Risikomanagements stehen dabei die Überprüfung und das Monitoring derjenigen Abläufe, die für die laufende Bewirtschaftung des Assets von Bedeutung sind. Es wäre aus unserer Sicht grundsätzlich sinnvoll, für ein solches, in der Praxis bereits angewandtem Risikomanagement einen passenden gesetzlichen Rahmen zu schaffen, das an den Strukturen des jeweiligen Unternehmens ausgerichtet ist.

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

5. Liquiditätsmanagement, Artikel 12

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

6. Informationspflichten gegenüber Anlegern und Behörden, Artikel 20, 21

Die hier geforderten (Prospekt-)Offenlegungspflichten betreffen zu einem großen Teil Punkte, die aus den bereits mehrfach genannten Gründen bei geschlossenen Fonds keine Rolle spielen. Hierzu zählen etwa:

- Die Beschreibung der Assets und Anlageklassen, in die der AIF investiert bzw. mit denen er handelt,
- die Beschreibung der anwendbaren Handelstechniken und die damit verbundenen Risiken,
- die Beschreibung der Prozedere, aufgrund derer die Investmentstrategie-/Politik geändert werden kann,
- Die regelmäßige Berichterstattung etwa über Märkte und Instrumente in bzw. mit denen AIFM handeln,
- die Angabe des aktuellen Risikoprofils in regelmäßigen Abständen.

Die Anbieter geschlossener Fonds veröffentlichen jährlich eine Leistungsbilanz, in deren Rahmen die wirtschaftliche Entwicklung der sich in der Bewirtschaftung befindlichen Fonds dokumentiert wird. Schwerpunkt der Leistungsbilanz ist der sog. Soll-Ist-Vergleich, in dem die tatsächlich erzielten Ergebnisse den prospektierten Werten gegenübergestellt werden. Weiterhin ist die aktuelle und zukünftige Markt- und Objektentwicklung darzustellen. Zu welchen Parametern im Einzelnen Angaben vorgenommen werden müssen, richtet sich für VGF-Mitglieder bindend nach den „VGF Leitlinien zur Erstellung von Leistungsbilanzen“. Gesetzliche Mitteilungspflichten gegenüber Anlegern und Behörden sollten sich an diesem Standard messen lassen. Die Erfordernisse der Art. 20, 22 würden hingegen nur die unnütze Überinformation des Anlegers befördern und bei Aufsichtsbehörden unbrauchbares Datenmaterial bewirken.

7. Schlussfolgerungen und Änderungsbedarf

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

Es soll an dieser Stelle erwähnt sein, dass dem Regulierungsvorhaben an vielen Stellen die notwendige Kenntnis über die Auswirkungen auf die individuellen Anbieter, Produkte und Märkte fehlt. Da dem Entwurf kein umfassendes Konsultationsverfahren vorausging, sollten alle nunmehr Beteiligten des Verfahrens keine schnelle, aber inhaltlich nicht überzeugende Lösung suchen, sondern sich die Zeit nehmen, die Richtlinie umfassend und produktadäquat auszugestalten. Hierbei genügt es nicht, eine Vielzahl der aufgeworfenen Probleme durch exzessiven Gebrauch von Ermächtigungen auf Level-2-Ebene zu verlagern. Es ist der Glaubwürdigkeit der Richtlinie geschuldet, dass die Kernfragen (insbesondere zum Anwendungsbereich) bereits im Richtlinientext beantwortet werden.

IV. Kompromissvorschlag der schwedischen Ratspräsidentschaft

Der Kompromissvorschlag der schwedischen Ratspräsidentschaft vom 12. November 2009³ ist bemüht, die Eigenarten der unterschiedlichen Produkte besser zu berücksichtigen. Die Differenzierungen der Einzelanforderungen sind aus unserer Sicht ein Schritt in die richtige Richtung. Wir befürworten insbesondere die Anerkennung interner Bewertungsstellen, die Konkretisierung der Übertragungsregeln, die Ausnahme geschlossener Fonds vom Liquiditätsmanagement und die Ausgestaltung der Verwahrstelle, die nicht mehr zwingend EU-Kreditinstitut sein muss.

Trotz der angepassten Einzelanforderungen erscheint der Regulierungsansatz für geschlossene Fonds deutscher Prägung nach wie vor unverhältnismäßig. Auch der Kompromissvorschlag begründet nicht, warum diese rein nationalen Produkte von einer europäischen Regulierung erfasst werden sollen, die für sie als reines Publikumsprodukt keinerlei Vorteile bringt und ihren Anlegern höhere Kosten auferlegt. Das Quick Impact Assessment des Europäischen Parlaments vom Oktober 2009⁴ fordert proportionale Lösungen: Ähnlich wie bei der UCITS-Richtlinie sollen auch bei der AIFM-Richtlinie rein nationalen alternative Produkte von einer europäischen Regulierung nicht erfasst werden.

Die für geschlossene Fonds deutscher Prägung wesentlichen Fragen des Anwendungsbereichs werden auch vom Kompromissvorschlag der schwedischen Ratspräsidentschaft nicht abschließend beantwortet: Entgegen vorheriger Kompromissversionen erfasst die Definition des AIF (wiederum) sämtliche Ein-Asset-Fonds. Wie bereits erläutert, kann deren Management nur schwerlich diejenigen Risiken auslösen, die der Regulierungszweck verfolgt. Ferner bleibt der direktivenübergreifende Schlüsselbegriff „*collective investment undertaking – CIU*“ weiter ungeklärt. Der Vertrieb wird nach wie vor nur für institutionelle Investoren harmonisiert; für die schützenswerteren Privatinvestoren gelten keine einheitlichen Vertriebsregeln. Die Übergangsregeln sind unzureichend und gefährden weiterhin massiv bereits investiertes Anlegergeld: Geschlossenen Fonds deutschsprachiger Prägung, die aktuell in der Platzierung sind, erhalten keinen Vertrauensschutz nach der Prospektrichtlinie, weil diese auf sie nicht anwendbar ist. Dringend erforderlich sind daher nicht nur Übergangs-, sondern echte Bestandsschutzregeln.

Die weitreichenden Verschlinkungen des Kompromissvorschlags bei den Regeln zum systemisch relevanten hohen Einsatz von Leverage lassen erkennen, dass die

³ Abrufbar unter: <http://register.consilium.europa.eu/pdf/en/09/st15/st15910.en09.pdf>.

⁴ Abrufbar unter: <http://www.europarl.europa.eu/activities/committees/studies/download.do?language=de&file=27925>; siehe dort Punkt 3.2.1 und 3.2.2.

ursprünglich als regulierungsbedürftig erachteten Produkte und Akteure nunmehr weit weniger Anforderungen erfüllen müssen. Der Regulierungsmaßstab für die nicht per se avisierten Produkte bleibt hingegen verhältnismäßig hoch. Dieser Zustand ist unhaltbar. Es muss dafür Sorge getragen werden, dass am Ende des gesamten Verfahrens nicht ausschließlich Kollateralschäden entstanden sind, sondern differenzierte, produktadäquate und effiziente Regulierung geschaffen wurde.

V. Wege für eine Regulierung geschlossener Fonds

Anfang Februar 2009 hat der VGF ein „Eckpunktepapier zur Regulierung geschlossener Fonds“ erstellt. Hierin fordern wir stellvertretend für die 45 im VGF zusammengeschlossenen Emissionshäuser, die gemessen am Emissionsvolumen rund 3/4 des Marktes geschlossener Fonds repräsentieren, eine die Gegebenheiten des Produktes geschlossene Fonds berücksichtigende nationale Regulierung geschlossener Fonds. Gesetzessystematisch sollte dies durch Weiterentwicklung und Ergänzung des deutschen Verkaufsprospektgesetzes und der dazugehörigen Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung geschehen. Unseres Erachtens benötigen wir eine Regulierung dort, wo sie relevant ist, nämlich auf dem nationalen Markt für geschlossene Fonds deutscher Prägung.

Wesentliche Forderungen sind die Aufsicht der Emissionshäuser und Vertriebe sowie die Ausweitung der Prospektpflicht auf eine inhaltliche Prüfung. Wir sind der Auffassung, dass durch nationale, auf die Charakteristika deutscher Publikumskommanditgesellschaften zugeschnittene Regelungen die (insoweit u. a. mit dem vorliegenden Entwurf bezweckten) Primärziele Verbraucherschutz, Rechtssicherheit und Transparenz für Anleger, Aufsichtsbehörden und Anbieter am ehesten erfüllt werden können, während die ebenfalls beabsichtigte Beaufsichtigung systemischen Risiken aufgrund der Produktmerkmale nicht notwendig ist.

Berlin, den 23.11.2009

RA Eric Romba, Hauptgeschäftsführer

RA Frederik Voigt

Gero Gosslar, Ass. iur.