

Antwort des VGF Verband Geschlossene Fonds e.V.¹ auf den CESR “Call for Evidence on Implementing measures on the Alternative Investment Funds Managers Directive”

Der VGF bedankt sich für die Möglichkeit, im Rahmen des „Call for Evidence on Implementing measures on the Alternative Investment Funds Managers Directive“ Stellung beziehen zu dürfen.² Deutsche geschlossene Fonds sind bislang nicht von europäischer Kapitalmarktregulierung erfasst. Im nationalen Kapitalmarktaufsichtsrecht besteht eine Regulierung im Rahmen der Erstellung und Gestattung von Verkaufsprospekten. Darüber hinaus gibt es branchenweite Standards wie etwa die Pflicht zur Erstellung von Leistungsbilanzen (jährlich veröffentlichte Dokumentation sämtlicher Ergebnisse der verwalteten Fonds) oder Anschluss an die Ombudsstelle Geschlossene Fonds. Für Mitglieder des VGF ist die Einhaltung dieser Standards zwingende Voraussetzung für die Mitgliedschaft. Die AIFM-Richtlinie ist damit das erste europäische Regelungsregime, das für deutsche geschlossene Fonds Anwendung findet. Die Anforderungen der Richtlinie stellen folglich für die Unternehmen dieses Marktes eine große Herausforderung dar, da sie sich auf neue Rahmenbedingungen einstellen müssen. Wir freuen uns, Ihnen Vorschläge und Anmerkungen zu unterbreiten, die zu effektiven, wirtschaftlich verhältnismäßigen und praktikablen Lösungen führen können.

Wir beantworten zunächst die Fragen des Call. Beachten Sie unsere ergänzenden Erwägungen zu den von der Europäischen Kommission aufgeworfenen Fragen der Level-2-Maßnahmen.

Question 1:

Which categories of investment manager and investment fund will fall within the scope of the Alternative Investment Funds Managers Directive in your jurisdiction? Please provide a brief description of the main characteristics of these entities (investment strategies pursued, underlying assets, use of leverage, redemption policy etc).

Neben anderen Managern deutscher Fondskategorien wie bspw. Offene Immobilienfonds, Spezialfonds oder Private-Equity-Fonds fallen auch die Manager deutscher geschlossener Fonds in den Anwendungsbereich der AIFM-Richtlinie. Als

¹ Der VGF Verband Geschlossene Fonds ist die Interessenvertretung der Anbieter geschlossener Fonds in Deutschland. Der Verband repräsentiert durch seine 54 Mitglieder rund 134 Mrd. Euro (Bestandsvolumen Assets under Management), die in rund 2200 Fonds verwaltet werden. Bezogen auf den Gesamtmarkt in Deutschland mit einem Fondsvolumen von rund 164 Mrd. vertritt der Verband damit rund 80 % des Markts geschlossener Fonds. Für weitere Informationen: www.vgf-online.de. Im Folgenden wird der Verband mit VGF abgekürzt.

² Alle weiteren Verweise auf die AIFM-Richtlinie beziehen sich auf den Text, auf den sich der Trilog am 26. Oktober 2010 geeinigt hat ([Ratsdokument: 15053/1/10](http://Ratsdokument.15053/1/10)).

Interessensvertretung der Anbieter geschlossener Fonds erlauben wir uns, im Folgenden nur auf diese Fonds und ihre Manager näher einzugehen.

Die Anbieter deutscher geschlossener Fonds sind mittelständisch geprägte Unternehmen. Im Jahr 2009 verwaltete jedes Emissionshaus im Durchschnitt 1,754 Mrd. Euro Assets under Management.³ Im Vergleich mit Anbietern von anderen Kapitalmarktprodukten wie offenen Fonds sind Anbieter geschlossener Fonds demnach von geringerer Größe. Insofern sollten proportionale Regeln für sie gelten.

Ferner unterscheiden sich deutsche geschlossene Fonds fundamental von geschlossenen Fonds in anderen Mitgliedstaaten. Insbesondere geschlossene Fonds aus dem angelsächsischen Raum unterscheiden sich aufgrund der Konzeption und der anzuwendenden Gesetze erheblich von deutschen geschlossenen Fonds. So sind deutsche geschlossene Fonds insbesondere nicht börsennotiert und ihre Anteile werden nicht an Börsen gehandelt. Die Durchführungsbestimmungen zur AIFM-Richtlinie sollten vor diesem Hintergrund folgende Besonderheiten beachten:

Beteiligungsstruktur: Deutsche geschlossene Fonds sind Personengesellschaften, bei denen das Kapital mehrerer Anleger gebündelt wird, um in Wirtschaftsgüter zu investieren, das einzelne Anleger alleine nicht finanzieren könnten. Privatanleger können so mit vergleichsweise kleinen Beteiligungssummen an großen Investitionsvorhaben teilhaben, etwa an einem Bürogebäude oder einem Containerschiff, die sonst nur institutionellen Investoren vorbehalten sind. Das Fondsvolumen im Gesamtbestand betrug 2009 durchschnittlich rund 21 Mio. Euro; die durchschnittliche Beteiligungssumme lag bei rund 30.000 Euro. Mit der Beteiligung an einem geschlossenen Fonds wird der Anleger Gesellschafter. Im steuerrechtlichen Sinne ist er Mitunternehmer. Ziel ist die Teilhabe am wirtschaftlichen Erfolg, z.B. an den Mieterträgen einer Immobilie. Durch den unternehmerischen Charakter geschlossener Fonds unterwirft sich der Anleger aber auch hiermit verbundenen wirtschaftlichen Risiken. Häufig werden die unternehmerischen Rechte und Pflichten der Anleger durch einen Treuhänder ausgeübt. Dieser ist jedoch streng weisungsgebunden. Er ist mit den Zahlungsvorgängen betraut und vertritt die Anleger in der Gesellschafterversammlung. Auf Grund seiner Struktur ist der Fonds selbst rechtsfähig und in der Lage, eigenständig am Geschäftsleben teilzunehmen. Er verfügt zwingend über eine Geschäftsführung, die den Gesellschaftern gegenüber unmittelbar verantwortlich ist und die auf Grund Gesetz und Gesellschaftsvertrag über klar abgegrenzte Kompetenzen verfügt. Oberstes Entscheidungsgremium ist die Gesellschafterversammlung.

Anlegerstruktur: Die Struktur der Anleger ist bei geschlossene Fonds nicht immer einheitlich. Weit überwiegend werden geschlossene Fonds an Privatanleger ver-

³ Der Median beträgt 360 Mrd. Euro Assets under Management pro Emissionshaus.

trieben. Daneben werden auch spezielle Produkte für rein institutionelle Anleger konzipiert. Schließlich gibt es geschlossene Fonds, an denen sich private und institutionelle Investoren beteiligen.

Gründung und Laufzeit des Fonds: Typisches Merkmal geschlossener Fonds ist ihre Projekt- und Objektbezogenheit: Für die Errichtung oder den Erwerb eines bestimmten Investitionsobjekts (z.B. Immobilie, Schiff, Flugzeug) wird eine Fondsgesellschaft gegründet. Das zur Finanzierung des Objekts benötigte, konkrete Investitionsvolumen wird über Anlegerkapital und oftmals ergänzend über Darlehen finanziert. Meist wird der benötigte Eigenkapitalanteil des Fonds so lange durch die Fondsgesellschaft mittels eines kurzfristigen Bankdarlehens zwischenfinanziert, bis das erforderliche Eigenkapital von Investoren eingeworben worden ist. Spätestens zu diesem Zeitpunkt, andernfalls nach Ablauf der zuvor definierten Platzierungsfrist wird der Fonds geschlossen. Weitere Anleger können dem Fonds nun nicht mehr beitreten. Das Investitionsvolumen und die Anzahl der Anleger sind hierdurch begrenzt. Nach der Schließung des Fonds folgt eine durchschnittlich rund 15 Jahre andauernde Bewirtschaftung des Fondsobjektes, bevor dieses abschließend veräußert und der Fonds liquidiert wird.

Rückgabe- und Übertragungsrechte: Rücknahmepflichten des Emittenten der Fondsanteile existieren während der Laufzeit nicht. Eine Veräußerung eines Anteils an einem geschlossenen Fonds während der Laufzeit ist rechtlich möglich, insbesondere über sog. Zweitmarktplattformen. Notwendig ist hierzu der Abschluss eines schriftlichen Kauf- und Übertragungsvertrags, die Zustimmung der Fondsgesellschaft und / oder des Treuhänders und regelmäßig die Eintragung im Handelsregister. Aufgrund dieser recht hohen Anforderungen ist das Handelsvolumen im Zweitmarkt für geschlossene Fonds vergleichsweise gering; die Fungibilität ist mithin eingeschränkt.

Investitionsstrategien: Geschlossene Fonds investieren regelmäßig in vorher festgelegte Investitionsobjekte. Während der Laufzeit wird dann kein Ankauf weiterer Investitionsobjekte vorgenommen. Im Jahr 2009 waren 45% der Fonds Ein-Objekt-Fonds. Weitere 55% investierten in mehrere Objekte, wobei die Anzahl der Objekte auf zumeist drei Objekten beschränkt ist. Bei solchen Mehrobjekte-Fonds stehen die Objekte in aller Regel in einem engen sachlichen Zusammenhang, bspw. wird in mehrere Büroimmobilien eines Gewerbepark investiert. Bei Mehrobjekte-Fonds gibt es zwei Strukturvarianten: Das konzeptionell vorgesehene parallele Investment des Anlegers in mehrere Fondsgesellschaften (im Bereich der Schiffs- und Flugzeugfonds spricht man in diesem Zusammenhang auch von Flottenfonds) oder sogenannte Dachfonds. Dachfonds investieren nicht unmittelbar in ein Investitionsobjekt, sondern in einen oder mehrere Zielfonds. Erst der Zielfonds investiert seinerseits in ein oder mehrere konkrete Investitionsgüter (Zielobjekte). Während der Laufzeit des Fonds ist der Verkauf dieses Objektes regelmäßig nicht vorgesehen. Ferner finden sich unter den geschlossenen Fonds auch Blind-Pools. Diese sind dadurch gekennzeichnet, dass anstelle eines bereits feststehen-

den Zielobjekts bzw. Zielfonds lediglich wesentliche Investitionskriterien vorgegeben sind.

Aufgaben der Anbieter: Geschlossene Fonds werden von rechtlich eigenständigen Anbietern, den Emissionshäusern, konzipiert und gestaltet. Sie gründen dabei die Fondsgesellschaft durch Anfertigung eines für den Fonds geeigneten Gesellschaftsvertrags, erwerben das Investitionsobjekt, und schließen sämtliche relevanten Verträge (z.B. Gesellschaftsvertrag, Kauf- und Mietvertrag) ab. Darüberhinaus ist bei Fonds, die öffentlich angeboten werden sollen auch ein durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zu gestattender Verkaufsprospekt anzufertigen, für dessen Inhalt der Anbieter die Verantwortung übernimmt. Der Prospekt soll die potentiellen Investoren vor Erwerb der Beteiligung vollständig und richtig über sämtliche wesentlichen Merkmale der Beteiligung aufklären. Der Vertrieb eines geschlossenen Fonds an seine Anleger erfolgt sodann üblicherweise über Geschäftsbanken oder freie Anlagevermittler. Der Vertrieb erfolgt ganz überwiegend in Deutschland; ferner sind geringe Vertriebsstrukturen in Österreich vorhanden. Bei klassischen geschlossenen Fonds steht das Investitionsvolumen vor der Platzierung fest. Fondsanteile werden mit sog. Mindestbeteiligungssummen ausgegeben. Diese liegen in der Regel zwischen 10.000 und 25.000 Euro.

Fremdfinanzierung: Investitionsobjekte geschlossener Fonds werden vielfach mit einem Anteil an Fremdkapital finanziert. In den Jahren 2008 und 2009 waren rund zwei Drittel der aufgelegten Fonds mit Fremdkapital unterlegt. Der Fremdkapitalanteil pro Fonds liegt in der Regel bei rund 50% des Fondsvolumens. Je nach Assetklasse sind Abweichungen nach oben oder unten möglich. Jedoch übersteigt die Fremdkapitalquote nur sehr selten eine Höhe von 75 %. Ferner gibt es Fonds auch, die gar kein Fremdkapital enthalten. Bei dem eingesetzten Fremdkapital handelt es sich in der Regel um Darlehen von Kreditinstituten, die während der Laufzeit des Fonds getilgt werden. Sie dienen schlicht der Aufbringung des für die Finanzierung des Fondsobjekts benötigten Kapitals. Kennzeichnend dafür sind vor allem die geringen Fremdkapitalvolumina, die mit rund 50 % eher eine traditionelle Finanzierungsart darstellen. Diesem konservativen Einsatz von Fremdkapital muss bei der näheren Definition des Leverage-Begriff differenziert Rechnung getragen werden. Geschlossene Fonds erzeugen ihre Renditen aus den Assets, in die sie investieren und nicht durch den Einsatz einer finanzmathematischen Methodik. Hohe Leverage-Quoten würden zu höheren Bankmargen führen und daher nur dann Sinn machen, wenn auf Wertsteigerungen gesetzt würde. Diese steht bei der langjährigen Bewirtschaftung von Sachwerten gerade nicht im Vordergrund. Zudem muss jede Erhöhung oder Veränderung des Fremdkapitaleinsatzes während der Laufzeit eines geschlossenen Fonds von der Gesellschafterversammlung, d.h. heißt durch eine Mehrheit der Anleger, förmlich beschlossen werden. Grundsätzlich kann der Manager geschlossener Fonds nicht alleine über den Einsatz neuen Fremdkapitals bzw. über Veränderungen hinsichtlich des Umfangs laufender Fremdkapitalverpflichtungen bestimmen, insbesondere dann

nicht, wenn es sich um größere Volumina handelt. Kurzfristige, auf der Aufnahme von Fremdkapital basierende Geschäfte mit spekulativem Charakter, durch die möglicherweise sogar systemrelevante Beeinträchtigungen hervorgerufen werden sind dadurch bei geschlossenen Fonds von vornherein nicht möglich.

Fondsmanagement: Die Verwaltung des Fonds übernehmen bei geschlossenen Fonds unterschiedliche Handelnde. Aufgrund der üblichen Rechtsform des Fonds als GmbH & Co. KG verfügt jeder Fonds über einen gesetzlich zur Geschäftsführung berufenen Gesellschafter, den Komplementär. Je nach Geschäftsfeld gibt es daneben einen durch den Gesellschaftsvertrag mit der Geschäftsführung betrauten geschäftsführenden Kommanditisten. Beides sind regelmäßig mit dem Emissionshaus verbundene Gesellschaften. Zumindest die Komplementärgesellschaft verfügt regelmäßig nur über eine geringe finanzielle und materielle Ausstattung. Darüber hinaus erfolgt das operative Management des Investitionsobjektes häufig durch einen dritten Dienstleister. Angesichts der oft geringen finanziellen und materiellen Ausstattung der Geschäftsführung werden wesentliche, insbesondere kaufmännische Managementleistungen außerhalb des reinen Objektmanagements regelmäßig vom Emissionshaus übernommen. Bislang ist unklar, wer von den zuvor beschriebenen Personen als AIFM anzusehen ist. Nach der Definition des Art. 4 (1) (c), (x) und Anhang I AIFMD ist derjenige AIFM, der zumindest das Portfolio- und das Risikomanagement wahrnimmt. Streng genommen gibt es bei geschlossenen Fonds kein Portfoliomanagement, da der Fonds i.d.R. nur ein einziges Investitionsobjekt enthält. Ferner ist die Geschäftsführung bei typischen geschlossenen Fonds gerade nicht dazu berechtigt, An- und Verkäufe vorzunehmen. Hierüber entscheidet allein die Gesellschafterversammlung. Ferner gibt es üblicherweise einen Assetmanager, dessen Aufgaben vor allem in der Bewirtschaftung des Assets bestehen, z.B. der Immobilienverwalter oder Schiffsreeder. Es kann insofern von einem aktiven Assetmanagement und einem statischen Portfoliomanagement gesprochen werden. Auch wenn die Begrifflichkeiten nicht passgenau sind, gehen wir derzeit davon aus, dass das Emissionshaus bzw. eine Tochtergesellschaft aus dem Konzernverbund als AIFM angesehen werden muss, weil nur diese allein über die Ausstattung zur selbstständigen Erbringung der entsprechenden Leistungen verfügen. Da es nach dem Anwendungsbereich der AIFM-Richtlinie keine Rolle spielt, welche rechtlichen Strukturen der AIFM und der AIF haben, müssen die beauftragten Personen entsprechend der Delegationsregeln dem Emissionshaus bzw. dem verbundenen Unternehmen als AIFM zugeordnet werden.

Geltendes Recht: Wie bereits erwähnt besteht in Deutschland durch das Verkaufsprospektgesetz die Pflicht zur Erstellung und Gestattung eines Verkaufsprospektes für Publikumsfonds. Diese Prospektspflicht fußt nicht auf der Prospektrichtlinie, die für geschlossene Fonds keine Anwendung findet. Darüber hinaus existiert für geschlossene Fonds derzeit keine nationale spezialgesetzliche Rege-

lung.⁴ Geschlossene Fonds sind im Regelfall in der Rechtsform der GmbH & Co. KG organisiert. Mit dem Erwerb der Beteiligung wird der Anleger zivilrechtlich Kommanditgesellschafter (bzw. Treugeber) der Fondsgesellschaft und steuerrechtlich Mitunternehmer. Aus der Beteiligung können Steuerpflichten entstehen, ohne dass es zu einem Kapitalfluss kommt. Ferner bestehen weitreichende Mitbestimmungsrechte für den Anleger, der über die Ausübung seines Stimmrechts in der Gesellschafterversammlung die Entscheidungen und Strategien des Fonds aktiv mitgestalten kann. Der Anleger kann mit entsprechender Mehrheit alles entscheiden, insbesondere den Verkauf des Investitionsobjekts und damit die Liquidation des Fonds. Die Rechtsverhältnisse werden also vor allem durch den Gesellschaftsvertrag des Fonds und die Verträge mit den Anlegern geregelt. Insofern gilt maßgeblich das deutsche Zivil- und Gesellschaftsrecht. Haftungsrechtlich gilt zudem eine über Jahre entwickelte umfassende Rechtsprechung über die Vollständigkeit und Richtigkeit von Verkaufsprospekten sowie die vertrieblichen Beratungspflichten.

Neben der Prospektpflicht sind weitere aufsichtrechtliche Regelungen (wie zum Beispiel das Investmentgesetz für offene Fonds) nicht vorhanden. Ebenso sind europäische Regelwerke (wie bspw. MiFID, UCITS-Richtlinie, Prospekttrichtlinie, Transparenzrichtlinie, Marktmissbrauchsrichtlinie etc.) nicht auf geschlossene Fonds in Deutschland anwendbar. Anteile an geschlossenen Fonds sind nur stark eingeschränkt und insbesondere nicht an einer Börse handelbar, weshalb sie nicht als Wertpapiere eingestuft werden können. Die bestehenden europäischen Kapitalmarktregeln knüpfen allerdings grundsätzlich an diese Eigenschaft an. Hiervon abweichend knüpft die AIFM-Richtlinie an die Managereigenschaft an und ist damit das erste europäische Regelungsregime, das das Geschäft der geschlossenen Fonds als Teil des europäischen Kapitalmarktrechts erfassen wird.

Neben den gesetzlichen Regelungen hat sich die am Volumen gemessene weit überwiegende Mehrheit der Anbieter geschlossener Fonds durch Selbstverpflichtungen eine Vielzahl von Regeln auferlegt. Diese sind zwingende Voraussetzung für die Mitgliedschaft im VGF, die insofern auch ein Qualitätsmerkmal begründet. Es handelt sich insbesondere um:

- die Pflicht zur Erstellung und Veröffentlichung von Leistungsbilanzen (jährlich veröffentlichte Dokumentation sämtlicher Ergebnisse der verwalteten Fonds),⁵
- die Pflicht zur inhaltlichen Prüfung der Verkaufsprospekte durch einen Wirtschaftsprüfer anhand eines Wirtschaftsprüferstandards (sog. IDW S4 Standard)

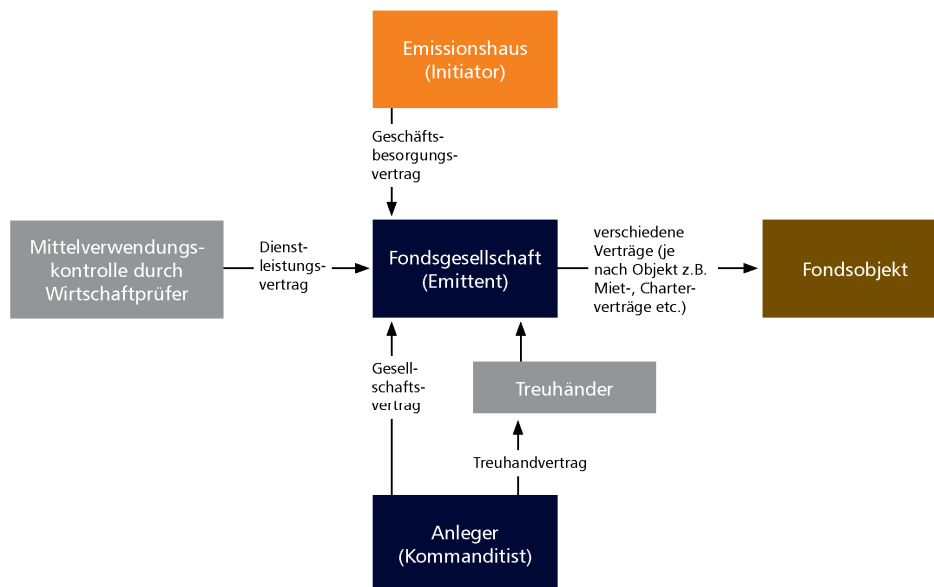
⁴ Der deutsche Gesetzgeber plant derzeit weitere spezialgesetzliche Regeln im Bereich der geschlossenen Fonds, insbesondere zum Vertrieb.

⁵ Für weitere Informationen: www.leistungsbilanzportal.de.

- die Pflicht zum Anschluss an die Ombudsstelle geschlossene Fonds.⁶

Mangels aktueller Spezialgesetze wird vielfach regulatives Neuland betreten werden müssen. Umso wichtiger ist eine sorgfältige Abwägung neuer Regeln für bislang gering regulierte Märkte und Produkte. Bei der Erstellung der Durchführungsbestimmungen zur AIFM-Richtlinie sollte dies beachtet werden.

Rechtbeziehungen geschlossener Fonds im Überblick:



Question 2:

Among the topics that will be covered by the implementing measures, which do you consider would be most appropriately adopted in the form of regulation or directives? Please explain your choice.

Die Durchführungsbestimmungen zur AIFM-Richtlinie sollten die Eigenarten aller erfassten Produkte und Manager beachten. Da der weite Anwendungsbereich der Richtlinie eine Vielzahl von Akteuren und Produkten erfasst, sei auf die Unterschiedlichkeit des jeweiligen Managements Alternativer Investmentfonds hingewiesen. Es müssen daher die spezifischen Anforderungen des jeweiligen Geschäfts betrachtet werden. Für deutsche geschlossene Fonds sollten dringend Differenzierungen geschaffen werden, da sie sich insbesondere von offenen Fonds stark unterscheiden: Manager geschlossener Fonds sorgen grundsätzlich nur für die Bewirtschaftung des Fonds, da die Investitionsobjekte üblicherweise bereits vor Platzierung des Fonds erworben wurden. Selbst bei Blind-Pools führt

⁶ Für weitere Informationen: www.ombudsstelle-gfonds.de.

die Fondsverwaltung lediglich eine bereits vorher festgelegte Investitionsstrategie aus – sie gestaltet sie aber nicht selbst. Der Manager hat, anders als bei offenen Fonds, keinen eigenen Entscheidungsspielraum oder im Falle von Blind-Pools, allenfalls einen sehr geringen Entscheidungsspielraum im Bezug auf die Investition des Fonds. Sämtliche Grundsatzentscheidungen treffen die Anleger durch förmliche Gesellschafterbeschlüsse in der Gesellschafterversammlung.

Aus unserer Sicht müssen die künftigen Regeln diese Besonderheiten abdecken. Geschlossene Fonds deutscher Prägung sind ein spezifisch deutsches Produkt. Zwar gibt es auch in anderen Mitgliedstaaten der EU geschlossene Fonds, jedoch werden diese nicht als Personengesellschaften konzipiert. Typisch für deutsche geschlossene Fonds ist, dass ihre Anteile nicht an einer Börse handelbar sind und die Assets über die gesamte Laufzeit des Fonds fixiert sind. In andern Ländern können Fondsanteile aber regelmäßig an Börsen gehandelt werden und auch die Assets sind nicht dauerhaft festgelegt. Ihre Auswahl und ihr Austausch gehören hier gerade zum Geschäftsmodell. Manager geschlossener Fonds verfolgen folglich ein vollkommen anderes Geschäftsmodell, in dem sie ganz andere Leistungen erbringen und anderen Risiken ausgesetzt sind.

Es steht zu befürchten, dass Level-2-Regelungen durch Verordnungen die nationalen Besonderheiten nicht ausreichend beachten können. Daher plädieren wir für Lösungen durch Richtlinien. So bleibt dem nationalen Gesetzgeber ausreichend Spielraum, seine eigenen Produkte und Marktstrukturen wirkungsvoll zu erfassen. Ein solcher Zuschnitt wäre durch Verordnungen kaum möglich. Unseres Erachtens schadet dies auch nicht einem angestrebten möglichst hohem Harmonisierungsgrad. Denn schon die AIFM-Richtlinie enthält viele sehr detaillierte Regeln, die einen recht klaren Rahmen bilden. Die Durchführungsbestimmungen sollten gleichwohl ausreichend präzise genug sein, um eine nationale Zergliederung der gewollten Regulierung vermeiden.

Allenfalls vorstellbar wären Verordnungen bei den Themen Zulassung und Transparenzpflichten gegenüber Anlegern und Behörden. Alle materiellen Anforderungen bspw. die Ausgestaltung des Risikomanagements, der Governance-Pflichten, der Verwahrstellenpflichten müssen unseres Erachtens zwingend von Richtlinien erfasst werden.

Abschließend sei ergänzt, dass das Produkt in seiner spezifisch nationalen Prägung attraktiv auch gegenüber Fondsanbietern im EU-Ausland ist. Dies wird auch dadurch deutlich, dass der VGF auch im Jahr 2010 zwei weitere Unternehmen aus dem EU-Ausland in seinen Mitgliederbestand aufgenommen hat, die die Vorteile des Produkts deutscher geschlossener Fonds erkannt haben. Die Forderung nach differenzierten Regeln folglich beinhaltet keine Abschottungstendenzen, sondern gerade eine Offenheit gegenüber dem europäischen Wettbewerb, auch in Deutschland Geschäfte zu betreiben.

Question 3:

Can you identify useful sources of data and statistical evidence from which CESR could benefit in the preparation of its advice?

Der VGF erhebt seit 2008 Branchenzahlen für den Markt der geschlossenen Fonds in Deutschland. Die Veröffentlichung erfolgt einmal jährlich, in der Regel im Februar des auf das Erhebungsjahr folgenden Jahres. Die Branchenzahlenerhebung richtet sich nicht nur an die im Verband organisierten Unternehmen, sondern bildet den Gesamtmarkt der Anbieter der geschlossenen Fonds ab. Eine wichtige Größe stellen die von den Anlegern in geschlossene Fonds investierten Mittel (platziertes Eigenkapital) und deren Verteilung auf die Assetklassen und Zielmärkte dar. Darüber hinaus geben die VGF Branchenzahlen Aufschluss über die Struktur der Zeichner, wie z.B. die Altersverteilung der Zeichner und den Anteil der institutionellen Investoren. Neben den Jahresergebnissen sind aber auch Informationen zu den derzeit in geschlossene Fonds investierten Mitteln Gegenstand der VGF Branchenzahlen. So betrug das in geschlossene Fonds verwaltete Fondsvolumen zum 31.12.2009 rund 164 Mrd. Euro. Der VGF verfolgt mit der Branchenzahlenerhebung keine unternehmerischen Interessen, sondern stellt den Marktteilnehmern die Ergebnisse kostenfrei unter www.vgf-branchenzahlen.de zur Verfügung. Für detaillierte Auswertungen können mithilfe eines online verfügbaren Analysetools eigene Statistiken generiert werden.⁷

Auch unterjährig veröffentlicht der VGF Daten zum Markt der geschlossenen Fonds. Mit den VGF Quartalszahlen informiert der Verband regelmäßig über die Höhe des neu platzierten Eigenkapitals seiner Mitglieder.

⁷ Wir stellen ESMA gerne einen kostenlosen Zugang zum Analysetool zur Verfügung. Kontaktieren Sie hierzu Herrn Gero Gossler im Büro Brüssel (gossler@vgf-online.de; T. +32 (0) 2.5501614, F. +32 (0) 2.5501617).

Anmerkungen zum Provisional Request to CESR for Technical Advice on Possible Level 2 Measures concerning the Future Directive on Alternative Investment Funds Managers

Bitte beachten Sie folgende Anmerkungen zu dem Provisional Request, die sich nur auf die folgenden – die zu diesem Zeitpunkt für geschlossenen Fonds wesentlichen – Probleme beziehen:

Topic	Page
Issue 1b): Article 3 Thresholds	10
Issue 3: Article 12 General principles	11
Issue 5: Article 15 Risk Management	11
Issue 6: Article 16 Liquidity management	14
Issue 9: Article 19 Valuation	14
Issue 10: Article 20 delegation of AIFM functions	15
Issue 13.1: Article 21 Depository functions pursuant to paragraph 6	16
Issue 13.2: Article 21 Depository functions pursuant to paragraph 7	17
Issue 19: Article 4 Definition of Leverage	18
Issue 20: Article 22 Annual report	19
Issue 21: Article 23 Disclosure to investors	20
Issue 22: Article 24 Reporting obligations to competent authorities	21

Issue 1b): Article 3 Threshold – calculation, oscillation, obligation below thresholds

Zu Frage 1: CESR is requested to advise the Commission on how to identify the portfolios of AIF under Management by a particular AIFM and the calculation of the value of assets under management by the AIFM on behalf of these AIF.

Geschlossene Fonds verwalten i.d.R. keine Portfolios sondern einzelne Investitionsobjekte. Die Bewertung dieser Objekte sollte denselben Bewertungskriterien folgen, die die Durchführungsbestimmungen zu Art. 19 AIFMD ergeben.

Zu Frage 3: CESR is invited to consider how the use of different forms of leverage influences the assets under management by an AIF and how this should be taken into account in the calculation of assets under management.

Es sollte berücksichtigt werden, dass es sich beim Fremdkapital geschlossener Fonds regelmäßig um Darlehen von Kreditinstituten handelt, die der Finanzierung der Investition dienen. Der Fremdkapitalanteil geschlossener Fonds beträgt durchschnittlich 50 %. Während der Laufzeit des Fonds werden die Darlehen weitgehend getilgt. Es erfüllt wie dargelegt keine Hebelfunktion, wie sie häufig bei anderen Kapitalmarktprodukten vorliegen, sondern orientiert sich an assetklassen-

pischen Refinanzierungshöhen. Der Anteil des Fremdkapitals der Fonds nimmt während der Bewirtschaftung eines Fonds also tendenziell ab. Zu den Details verweisen wir ergänzend auf unsere Antwort 1 zum Call for Evidence (Unterpunkt Fremdkapital) hin. AIFM müssen bei Beantragung der Zulassung unter anderem die wesentlichen Charakteristika der zu verwaltenden Fonds angeben. Hieraus sollte klar erkennbar sein, wie hoch und welches Fremdkapital eingesetzt wird.

Issue 3: Article 12 General principles

Zu Frage 1: CESR is requested to advise the Commission on criteria to be used by the relevant competent authorities to assess whether AIFM comply with their obligations under Article 12 (1).

Bei der Erstellung von generellen Prinzipien sollten bewährte Kriterien beachtet werden. Hierzu gehört neben der Zuverlässigkeit der handelnden Personen natürlich auch die fachliche Eignung, die anhand von Berufserfahrung nachweisbar ist. Gleichwohl muss beachtet werden, dass für deutsche geschlossene Fonds bislang keine Anbieterregulierung gilt. Für heutige Manager geschlossener Fonds sollte daher ein einfaches Anerkennungsverfahren eingeführt werden, damit sie ihre Aufgaben nahtlos auch unter dem AIFM-Regime fortführen können.

Issue 5: Article 15 Risk Management

Zu Frage 1: CESR is requested to advise the Commission on the risk management systems to be employed by AIFM as a function of the risks that the AIFM incurs on behalf of the AIF that it manages and on the criteria that competent authorities should take into account when assessing for the AIF managed by the AIFM whether the risk management process employed by the AIFM is adequate in order to identify measure, manage and monitor appropriately all risks relevant to each AIF investment strategy and to which each AIF is or can be exposed.

Die Risiken geschlossener Fonds unterscheiden sich maßgeblich von denjenigen anderer Anlageformen. Die Fonds investieren in der Regel in ein zuvor definiertes, bereits vor Prospekterstellung und Vertriebsbeginn erworbenes Einzelobjekt. Während der Laufzeit des Fonds sind die Aufgaben des Fondsmanagers – außer bei Blind-Pools – auf die Bewirtschaftung beschränkt. Weitere An- und Verkäufe finden nicht statt. Risikopotential besteht folglich vor allem in der Konzeptionsphase des Fonds, beispielsweise bei der Auswahl des Assets oder der Sicherstellung der Finanzierung. Zu diesem Zeitpunkt besteht aber noch kein AIF, in dem Gelder von Anlegern verwaltet werden. Später besteht die in der Konzeptionsphase geschaffene, dem Anleger im Prospekt ausführlich darzustellende Risikosituation relativ statisch fort. Die Durchführungsvorschriften zur AIFM-Richtlinie sollten dies berücksichtigen.

Zu Frage 1a): In particular, CESR is requested to advise on the categories of risk relevant to each AIF investment strategy and to which each AIF is or can be exposed and the methods for identifying the risks that are relevant for the particular AIF investment strategy or strategies so that all risks are adequately identified.

Als mögliche Risikokategorien können drei genannt werden:

Kostenrisiken sind in der Phase der Initiierung des Fonds denkbar. Bei einem Immobilienfonds bestehen beispielsweise Finanzierungs-, Erstellungs- und Ankaufsriskien. Diese Risiken manifestieren sich allerdings vor allem beim AIFM und nicht beim AIF. Kostenrisiken für den AIF ergeben sich bei der laufenden Bewirtschaftung des Investitionsobjekts, bspw. Reparatur- und Wartungskosten der Immobilie.

Erlösrisiken bestehen vor allem während der Laufzeit des Fonds. Bei einem Immobilienfonds existiert beispielsweise ein Leerstandsrisiko der Immobilie. Ferner sind auch Mieterisiken denkbar, wenn sich beispielsweise Änderungen der Mieterbonität ergeben. Aber auch am Ende der Laufzeit bestehen Risiken, beispielsweise beim Verkauf der Immobilie und bei der Frage nach einer Anschlussvermietung.

Wertrisiken werden eher durch Umstände beeinflusst, die außerhalb des Machtbereichs des AIFM stehen. Wertänderungsrisiken sind möglicherweise markt- oder standortbezogen. Ferner sind Force-Majeure-Risiken oder auch politische Risiken (bspw. Rechtssicherheit) denkbar. Auch Währungsrisiken bestehen, falls die Objekte auf anderer Währungsbasis erworben wurden.

Die jeweiligen Risiken sind als unterschiedlich sowohl nach ihren Phasen, als auch bei welchem der handelnden Personen sie eintreten können. In der Initiierungsphase trägt typischerweise das Emissionshaus das größte Risiko. Während der Laufzeit sind die Risiken eher assetbezogen.

Zu Frage 1b): In particular, CESR is requested to advise, to the extent possible, on methods for quantifying and measuring risks including the conditions for the use of different risk measurement methodologies in relation to the identified types of risk so that overall risk exposures as well as contributions to overall risk from each risk factor are properly measured.

Die Methoden zur Risikomessung sollten die Risiken geschlossener Fonds korrekt ermitteln. Dabei muss berücksichtigt werden, dass die Reaktionsmöglichkeiten des AIFM zum Teil sehr beschränkt sind. Fundamentale Entscheidungen des Fonds (beispielsweise der Verkauf des Assets) sind den Anlegern über die Gesellschafterversammlung vorbehalten und obliegen nicht dem AIFM. Die Methoden müssen dieses spezielle Risikoprofil des AIFM abbilden.

***Zu Frage 2:** CESR is requested to advise the Commission on the appropriate frequency of review of the risk management system. CESR is invited to consider whether the appropriate frequency of review varies according to the type of AIFM or the investment strategy of the AIF.*

Es muss beachtet werden, dass die Anforderungen des Risikomanagements auch für kleinere Anbieter leistbar bleiben sollte. Eine Überprüfung der Risikosysteme sollte nur dann erfolgen, wenn sich Geschäftsumstände wesentlich verändert haben und dadurch zu befürchten steht, dass das ursprünglich etablierte Risikomanagementsystem die tatsächlichen Risiken nicht (mehr) abdeckt. Hiervon dürfe primär auszugehen sein, wenn durch aktives Handeln der Geschäftsführung neue Risiken geschaffen werden, die die bisher eher statische Risikosituation verändern. Die zu entwickelnde Frequenz sollte leistbar sein, wenn die Methodik den Spezifika geschlossener Fonds Rechnung trägt.

***Zu Frage 3:** CESR is requested to advise the Commission on the conditions for the appropriate risk governance structure, infrastructure, reporting and methodology, in particular, on how the risk management function shall be functionally and hierarchically separated from the operating units, including the portfolio management function.*

Bei der funktionalen Trennung von Risikomanagement und Portfoliomanagement sollten folgende praktische Gründe beachtet werden: Risiken geschlossener Fonds sind typischerweise assetbezogene. Die Erfassung dieser Assetrisiken wird regelmäßig nur durch die Assetmanager erfolgen können. Diese gehören als Teil der Fondsverwaltung mit zu den operativ tätigen Personen des AIFM. Die Überwachung und Bewertung der Risiken wird also zunächst immer auf Ebene des Fonds stattfinden müssen. Eine Isolierung dieser Tätigkeit von der des Portfoliomanagements erscheint auf dieser Ebene allein aus praktischen Gründen in vielen Fällen unmöglich. Eine funktionale Trennung im Sinne der AIFM-Richtlinie sollte dann gewahrt sein, wenn eine zentrale Risikostabstelle eingerichtet ist, die die Risikobewertungen der Assetmanager überprüft und ggf. Neubewerten kann.

***Zu Frage 4:** CESR is requested:*

a) to advise how the principle of proportionality is to be applied by competent authorities in reviewing the functional and hierarchical separation of the functions of risk management in accordance with Article 15(1).

b) to advise on criteria to be used in assessing whether specific safeguards against conflicts of interest allow for the independent performance of risk management activities and that the risk management process satisfies the requirements of Article 15 and is consistently effective. This advice will be particularly relevant in cases where full separation of functions is not considered proportion-

ate. CESR is encouraged to provide the Commission with a non-exhaustive list of specific safeguards AIFM could employ against conflicts of interest referred to in the second subparagraph of Article 15(1).

Ausnahmen von der strikten Funktionstrennung sollten dann gelten, wenn die Risiken relativ gering sind und in einem unproportionalen Verhältnis zum personellen Mehraufwand stehen. Andernfalls laufen zwingende funktionale und hierarchische Trennungen Gefahr, ihren Sinn zu verlieren. Gerade kleineren Anbietern geschlossener Fonds sollte es unseres Erachtens möglich bleiben, ihr Geschäft organisatorisch weiterzubetreiben. Schon heute betreiben viele ein effektives Risikomanagementsystem. Dies wird sich durch die Anforderungen der AIFM-Richtlinie sogar noch verschärfen. Zusätzliche organisatorische und personelle Anforderungen sollten insbesondere den kleinen Unternehmen nur dann abverlangt werden, wenn Sinn und Zweck der Funktionstrennung nicht ebenso proportional auf andere Weise erreicht werden können. Sinn und Zweck liegen vor allem in der Schaffung eines unabhängigen Risikomanagementsystems. Diese Unabhängigkeit kann beispielsweise aber auch durch weitere Offenlegungspflichten nachweisbar sein. Solange die Grundsätze, nach denen Risiken ermittelt, bewertet und gesteuert werden, nachweisbar angewandt werden, sollten unseres Erachtens keine zwingenden Funktionstrennungen gefordert werden.

Issue 6: Article 16 Liquidity management

Die Anforderungen an ein Liquiditätsmanagementsystem sind bei geschlossenen Fonds sehr gering, da sie gerade keine Rückgaberechte der Anleger gegenüber dem Fonds gewähren. Folglich muss während der Laufzeit keine Liquidität gegenüber den Anlegern vorhanden sein. Insofern erscheinen auch Stresstest weiterhin unverhältnismäßig, da die Liquidität geschlossener Fonds nicht zu makroökonomischen Verwerfungen führen können. Anders verhält es sich mit assetbezogener Liquidität, die selbstverständlich zur ordnungsgemäßen Bewirtschaftung des Assets vorhanden sein muss. Die Durchführungsbestimmungen der AIFM-Richtlinie sollten klarstellen, dass in diesem Fall nur geringe Anforderungen an das Liquiditätsmanagement zu stellen sind.

Issue 9: Article 19 Valuation

***Zu Frage 1:** CESR is invited to advise the Commission on the criteria concerning the procedures for the proper valuation of the assets and the calculation of the net asset value per share or unit to be used by competent authorities in assessing whether an AIFM complies with its obligations under Article 19(1) and Article 19(3). CESR is invited to consider how these procedures should be differentiated to reflect the diverse characteristics of the assets in which an AIF may invest.*

Die Methoden zur Bewertung des Assets und der Anteile sollten vor allem die unterschiedlichen Assetklassen berücksichtigen. Geschlossene Fonds investieren typischerweise in Immobilien, Flugzeuge, Schiffe, Erneuerbare Energien, Private Equity. Eine statische Bewertungsmethode ist aufgrund dieser Vielfalt undenkbar. Es sollten eher gewisse Standardmethoden geschaffen werden. Bislang geltende Bewertungsstandards könnten hierfür herangezogen werden. Nicht jeder ist allerdings bislang gesetzlich verankert. In Deutschland gibt es nationale gesetzliche Regelungen wie bspw. die Immobilienwertermittlungsverordnung, die zumindest der Wertermittlung des Assets dienen können. Im Bereich Immobilien sind bspw. das Ertragswertverfahren und die Discounted-Cashflow-Methode (DCF) überbewährt. Im Bereich Schiffe kann der Wert bspw. durch den Long Term Asset Value (LTAV) abgebildet werden, der sich am eigentlichen Marktwert orientiert.

Für die Anteilsbewertung bestehen erkennbar keine Regeln oder Standards. Die Durchführungsvorschriften zur AIFM-Richtlinie sollten daher anerkennen, dass bestimmte Bewertungsmethoden erst noch entwickelt werden müssen. Ferner sollte sie auch die Unterschiedlichkeit der Assetklassen erfassen. Vor allem muss aber beachtet werden, dass die Abbildung des net asset value als eine rein mathematische Ableitung aus dem zuvor ermittelten Assetwert verstanden werden muss.

Issue 10: Article 20 delegation of AIFM functions

Die Managementaufgaben, die die AIFM-Richtlinie in ihrem Annex I auflistet, übernehmen bei geschlossenen Fonds regelmäßig unterschiedliche Personen. Zumeist sind unterschiedliche Tochter- oder Schwestergesellschaften der Emissionshäuser für die verschiedenen Aufgaben zuständig. Gängig sind beispielsweise eigene Gesellschaften, die sich speziell um die Anlegerverwaltung kümmern oder die speziell das Assetmanagement wahrnehmen. Aber auch die Einbeziehung externer Dritter gehört zur gängigen Praxis. Die bislang übliche Mittelverwendungskontrolle wird beispielsweise regelmäßig durch externe Wirtschaftsprüfer durchgeführt. Ferner wird ein Großteil der Fonds durch externe Vertriebe an Anleger vertrieben.

Bereits heute sind nach dem Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz (VerkProspG) in Verbindung mit der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung (VermVerkProspV) die im Zusammenhang mit dem Fonds wesentlichen Personen und Gesellschaften einschließlich deren Geschäftsführer und Gesellschafter im Verkaufsprospekt zu benennen. Hierzu gehören selbstverständlich alle Personen und Gesellschaften, die in das Management eingebunden sind. Diesbezügliche Veränderungen sind in der Regel nachtragspflichtig. Aufsichtsbehörden und Anlegern werden damit dezidierte Informationen zugänglich gemacht, welches Unternehmen am Management des Fonds beteiligt ist. Bei Konzernunternehmen werden nicht selten sogar die Beteiligungsstrukturen an diesen Unternehmen dargestellt. Mit der Schließung des Fonds endet die Prospekt- und damit die Nachtragspflicht.

Insoweit wäre eine Meldepflicht gegenüber der Aufsichtsbehörde im Umfang der bisherigen Nachtragspflicht denkbar.

Die Durchführungsbestimmungen zur AIFM-Richtlinie sollten berücksichtigen, dass die Haftung für den AIFM gleich hoch bleibt, auch wenn er Aufgaben an Dritte delegiert. Der AIFM bleibt der Hauptverantwortliche für das Management des Fonds. Insofern liegt es im eigenen Interesse des AIFM, die Auswahl von Dritten zwingend mit der notwendigen Sorgfalt vorzunehmen, allein um eigene Haftungsfälle zu vermeiden. Gleichwohl kann der AIFM keine Garantie für die korrekte Ausführung der Aufgaben übernehmen. Zudem wäre ein solcher Haftungsmaßstab auch kaum versicherbar. Aus Sicht der geschlossenen Fonds sollten die Anforderungen der Durchführungsbestimmungen daher konkretisieren, dass lediglich die Auswahl des Delegierten ordnungsgemäß vorgenommen worden sein muss. Hierzu bedarf es unseres Erachtens konkreter Voraussetzungen, nach denen trennscharf definiert werden kann, wann der Delegierte als ordnungsgemäß ausgesucht gilt.

Issue 13.1 Depository functions pursuant to paragraph 6

Zu Frage 1: CESR is requested to advise the Commission on the conditions for performing the depository functions pursuant to Article 21(6). CESR is requested to specify conditions for the depository to ensure that:

- *the AIFs cash flows are properly monitored;*
- *all payments made by or on behalf of investors upon the subscription of shares or units of - an AIF have been received and booked in one or more cash accounts opened in the name of the AIF or in the name of the AIFM acting on behalf of the AIF or in the name of the depository acting on behalf of the AIF at an entity referred to in Article 18 (1) (a) to (c) of Commission Directive 2006/73/EC in accordance with the principles set forth in Article 16 of Commission Directive 2006/73/EC.*
- *where cash accounts are opened in the name of the depository acting on behalf of the AIF, none of the depository's own cash is kept in the same accounts.*

Eine Überprüfung der Zahlungsströme wird bei geschlossenen Fonds in der Investitionsphase schon heute regelmäßig durch die sog. Mittelverwendungskontrolle vorgenommen. Diese Aufgabe nehmen vielfach unabhängige Wirtschaftsprüfer wahr. Bankennahe Emissionshäuser betrauen hingegen auch weitere Konzern-töchter mit dieser Aufgabe.

Bei der Schaffung von Durchführungsbestimmungen zur AIFM-Richtlinie, sollte in Bezug auf geschlossene Fonds beachtet werden, dass für sie Art. 21 (3) 2. Unterabsatz AIFMD gilt. Hiernach besteht bei geschlossenen Fonds für die Mitgliedsstaaten die Möglichkeit, die Aufgaben der Verwahrstelle auch durch ein beruf-

ständig beaufsichtigtes Unternehmen vornehmen zu lassen. Anforderungen an die Kontrollmechanismen sollten also auch von diesen Personen erfüllt werden können. Die Vorgaben aus der AIFMD an die Verwahrstelle zielen vor allem auf eine formelle Überprüfung der Zahlungsströme ab. Dies und die korrekte Buchung auf entsprechend gesonderten Konten sollten künftig für die mit der Verwahrung betrauten Personen keine größeren Hürden darstellen. Falls die Arbeiten zu den Level-2-Maßnahmen ergeben sollten, dass zur Kontrolle der Zahlungsströme und der Eigentumsverhältnisse ein branchenübergreifendes einheitliches Schema entwickelt werden soll, bitten wir um entsprechende Beachtung der genannten Besonderheiten für Verwahrstellen bei geschlossenen Fonds. Es ist aus unserer Sicht sinnvoll und praxisgerecht, dass Wirtschaftsprüfer und vergleichbare Berufsgruppen, welche in der heutigen Praxis der geschlossenen Fonds bereits als Mittelverwendungskontrollure fungieren, unter der AIFMD zukünftig die Funktion der Verwahrstelle einnehmen können.

Issue 13.2 Depository functions pursuant to paragraph 7

Zu Frage 2: *CESR is requested to advise the Commission on:*

- *the type of "other assets" with respect to which the depository shall exercise its safekeeping duties pursuant to paragraph 7(b), namely all assets that cannot or are not to be kept in custody by the depository pursuant paragraph to Article 7(a);*
- *the conditions applicable to the depository when exercising its safekeeping duties over such "other assets", taking into account the specificities of the various types of asset, including but not limited to financial instruments issued in a 'nominative' form, financial instruments registered with an issuer or a registrar, other financial instruments and other types of assets.*

Wir weisen darauf hin, dass die Investitionsobjekte geschlossene Fonds als „other assets“ im Sinne von Art. 21 (7) (b) AIFMD betrachtet werden müssen. Die Assets sind in der Regel keine Finanzinstrumente, sondern zumeist physische Investitionsobjekte wie Immobilien, Flugzeuge, Schiffe etc. Eine Verwahrung in einem Depot ist daher nicht möglich.

Zu Frage 3: *To that end, CESR is requested to advise the Commission on:*

- *the conditions upon which the depository shall verify the ownership of the AIF or the AIFM on behalf of the AIF of such assets;*
- *the information, documents and evidence upon which a depository may rely in order to be satisfied that the AIF or the AIFM on behalf of the AIF holds the ownership of such assets, and the means by which such information shall be made available to the depository;*
- *the conditions upon which the depository shall maintain a record of these assets, including but not limited to the type of information to be re-*

corded according to the various specificities of these assets; and the conditions upon which such records shall be kept updated.

In Deutschland werden die Eigentumsverhältnisse an Grundstücken in einem amtlichen öffentlichen Verzeichnis, dem sog. Grundbuch, aufgezeichnet. Ebenso erfasst werden mit dem Grundstück verbundene Rechte (beispielsweise Vormerkungen oder Vorkaufsrechte) und auch auf ihm liegende Lasten (beispielsweise Hypotheken, Grunddienstbarkeiten). Vergleichbare Register existieren im Schiff- und Luftfahrtbereich. Die Stellung der Eigentümer ist also bei Nachweis eines berechtigten Interesses einsehbar. Bei Fonds, deren Assets nicht in derartigen Immobilienregistern- bzw. immobilienähnlichen Registern geführt werden, können auch Handelsregisterauszüge herangezogen werden, bspw. bei Private-Equity-Fonds, die in deutsche Unternehmen investieren. In diesem Fall bedarf es nicht einmal eines berechtigten Interesses zur Einsichtnahme in das Register.

Eine Aufbewahrung und regelmäßige Aktualisierung dieser Dokumente durch die Verwahrstelle erscheint unproblematisch. Für Assets im Ausland sei erwähnt, dass auch in anderen Mitgliedsstaaten und üblicherweise auch in Drittstaaten ähnliche Register vorhanden sind. Der European Land Information Service EULIS (www.eulis.eu) gibt weiteren Aufschluss über die europäischen Register.

Issue 19: Article 4 Definition of Leverage

Zu Frage 1: CESR is requested to provide the Commission with a description of relevant methods by which AIFM increase the exposure of AIF whether through borrowing of cash or securities, or leverage embedded in derivative positions or by any other means, including any financial and/or legal structures involving third parties controlled by the AIF. This description or mapping should distinguish between the various business models and approaches to leverage in the AIFM industry. In its advice, CESR should take into account the guidance provided in recital 14.

Wie zuvor angemerkt werden Investitionsobjekte geschlossener Fonds vielfach mit einem Anteil an Fremdkapital finanziert. In den Jahren 2008 und 2009 waren rund zwei Drittel der aufgelegten Fonds mit Fremdkapital unterlegt. Der Fremdkapitalanteil pro Fonds liegt in der Regel bei rund 50% des Fondsvolumens. Je nach Assetklasse sind Abweichungen nach oben oder unten möglich. Jedoch übersteigt die Fremdkapitalquote nur sehr selten eine Höhe von 75 %. Ferner gibt es Fonds auch, die gar kein Fremdkapital enthalten. Bei dem eingesetzten Fremdkapital handelt es sich in der Regel um Darlehen von Kreditinstituten, die während der Laufzeit des Fonds getilgt werden. Sie dienen schlicht der Aufbringung des für die Finanzierung des Fondsobjekts benötigten Kapitals. Kennzeichnend dafür sind vor allem die geringen Fremdkapitalvolumina, die mit rund 50 % eher eine traditionelle Finanzierungsart darstellen. Diesem konservativen Einsatz von

Fremdkapital muss bei der näheren Definition des Leverage-Begriff differenziert Rechnung getragen werden. Geschlossene Fonds erzeugen ihre Renditen aus den Assets, in die sie investieren und nicht durch den Einsatz einer finanzmathematischen Methodik. Hohe Leverage-Quoten würden zu höheren Bankmargen führen und daher nur dann Sinn machen, wenn auf Wertsteigerungen gesetzt würde. Diese steht bei der langjährigen Bewirtschaftung von Sachwerten gerade nicht im Vordergrund. Zudem muss jede Erhöhung oder Veränderung des Fremdkapitaleinsatzes während der Laufzeit eines geschlossenen Fonds von der Gesellschafterversammlung, d.h. heißt durch eine Mehrheit der Anleger, förmlich beschlossen werden. Grundsätzlich kann der Manager geschlossener Fonds nicht alleine über den Einsatz neuen Fremdkapitals bzw. über Veränderungen hinsichtlich des Umfangs laufender Fremdkapitalverpflichtungen bestimmen, insbesondere dann nicht, wenn es sich um größere Volumina handelt. Kurzfristige, auf der Aufnahme von Fremdkapital basierende Geschäfte mit spekulativem Charakter, durch die möglicherweise sogar systemrelevante Beeinträchtigungen hervorgerufen werden sind dadurch bei geschlossenen Fonds von vornherein nicht möglich.

Zu Frage 2: CESR is requested to advise the Commission on the appropriate method or methods for the calculation of leverage for the purpose of this Directive. The analysis should, inter alia, take into account the appropriateness, accuracy, cost, comparability and practicability of the different methods.

Bei geschlossenen Fonds wird ein Leverage-Effekt meist durch die Einbindung von langfristigen Darlehen erreicht. Unseres Erachtens kann bei der Suche nach geeigneten Leverage-Grenzen nur auf die gebräuchlichen Finanzierungskennzahlen zurückgegriffen werden, z.B. debt service coverage ratio (DCSR). Starre Grenzen für die maximale Aufnahme von Fremdkapital eignen sich unseres Erachtens nicht, da die Projekte zu verschieden sind.

Issue 20: Article 22 Annual report

Geschlossene Fonds sind heute in der Regel nach deutschem Handelsrecht jahresberichtspflichtig. Hierzu legt das deutsche Handelsgesetzbuch HGB weitreichende Vorschriften zu den einzelnen Berichtspflichten fest. Insbesondere die Vorschriften zur Erstellung und Prüfung von Bilanzen, Gewinn- und Verlustrechnungen, Lageberichten sollten auch nach der Umsetzung der AIFM-Richtlinie weiter Bestand haben, um hier Konsistenz zu jahrzehntelanger Handelsrechtspraxis zu wahren. Der VGF hat zudem seit Jahren einen Verbandsstandard etabliert, der die Leistungen des Anbieters anhand der Entwicklungen seiner Fonds misst. Anhand des sog. Leistungsbilanzstandards⁸ können Anleger und Aufsichtsbehörden die Entwicklungen der Fonds anhand eines Soll-/Ist-Vergleichs, in dem die prognostizierten den tatsächlich erzielten Ergebnissen gegenübergestellt werden, nachvoll-

⁸ Weitere Informationen unter: www.leistungsbilanzportal.de.

ziehen. Die Erstellung der Leistungsbilanzen erfolgt anhand von Branchenleitlinien. Die Pflicht zur Erstellung von Leistungsbilanzen ist ferner Pflicht für die Mitgliedschaft im Verband. Für die Durchführungsmaßnahmen der AIFM-Richtlinie regen wir an, die Berichtspflichten auch mit Blick auf den VGF-Leistungsbilanzstandard auszugestalten. Diese haben sich über die Jahre bewährt, um die Qualität des Anbieters gegenüber einer breiten Öffentlichkeit transparent zu machen. Sie stellen zudem treffsicher die Entwicklungen der geschlossenen Fonds dar, deren Berichtskriterien andere sind als diejenigen von offenen Fonds. Bislang von der Kommission aufgeworfene Fragen wie bspw. die Erklärung zu den Investitionen des Fonds während des Berichtsjahrs (Issue 20, Question 4) bilden gerade nicht das Geschäftsmodell geschlossener Fonds ab, die i.d.R. in ein festgelegtes Asset investieren.

Issue 21: Article 23 Disclosure to investors

Zu Frage 1: With respect to the disclosure obligations in Article 23(4), CESR is requested to advise the Commission on:

- *the appropriate frequency of such disclosures;*
- *the criteria for assessing the liquidity of assets and procedure for calculating the percentage referred to in Article 23(4)(a) and the format of such disclosures; the information and the essential elements to be included in the description of the arrangements referred in points a) and b) of Article 23(4) including the use of gates, suspensions and side pockets; the essential information, and the format thereof, of the risk factors, including relevant risk measures and metrics used to assess the sensitivity of the AIF portfolio to movements in interest rates, credit spreads, equity markets, etc, counterparty risks the extent of rehypothecation and information on indebtedness of entities controlled by the AIF to be disclosed by the AIFM to enable appropriate description of the current risk profile of the AIF; and*
- *the information and the essential elements to be disclosed by the AIFM to enable appropriate description of the risk management systems employed by the AIFM to manage these risks including results of recent stress tests.*

Wir beschränken unsere Ausführungen auf die Regeln zu Art. 23 (4) (c) AIFMD. Die Mitteilungspflicht zum Risikomanagement sollte nur einmal jährlich erfüllt werden müssen. Wie bereits unter Issue 5, Frage 2 dargestellt, werden sich die wesentlichen Merkmale des Risikomanagements kaum kurzfristig verändern. Unterjährige Mitteilungspflichten sollten allenfalls dann bestehen, wenn tatsächliche schwerwiegende Veränderungen eingetreten sind.

Hinsichtlich der Frage nach möglichen Veränderungen im Liquiditätsmanagement sei erneut darauf hingewiesen, dass sehr geringe Anforderungen an ein Liquiditäts-

tätsmanagement für geschlossene Fonds zu stellen sein werden, da diese Fonds gerade keine Rückgaberechte an ihre Anleger beinhalten. Ergänzend wird auf die Ausführungen zu Issue 6 verwiesen.

Zu Frage 2: *With respect to the disclosure obligations in Article 23(5), CESR is requested to advise the Commission on:*

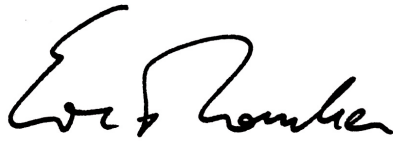
- *the appropriate frequency of such disclosures;*
- *the essential information, and the format thereof, to ensure an appropriate description of changes to the maximum level of leverage which the AIFM may employ on behalf of the AIF as well as any right of re-use of collateral or any guarantee granted under the leveraging arrangement; and the leverage measures or ratios, and the format thereof, to be used by the AIFM when disclosing the total amount of leverage employed by the AIF during the reporting period and at the end of the reporting period including those specified according to Article 4.*

Wir machen auch an dieser Stelle darauf aufmerksam, dass geschlossene Fonds regelmäßig Fremdkapital enthalten und damit bislang unter den Begriff Leverage fallen. Gleichwohl handelt es sich um Aufnahmen von Darlehen zur Finanzierung des Fondsobjekts und nicht um eine komplexe Handelstechnik, die durch hohe Fremdkapitalaufnahmen die Erzielung höherer Erträge ermöglichen soll. Insofern müssen unseres Erachtens Unterscheidungen gemacht werden, ob tatsächlich Hebeleffekte genutzt werden oder ob, wie auch beim privaten Hausbau üblich, schlicht Fremdkapital zur Finanzierung einer Investition aufgenommen wird. Der Fremdkapitalanteil geschlossener Fonds beträgt durchschnittlich 50 %. Während der Laufzeit des Fonds werden die Darlehen regelmäßig getilgt. Hierüber berichtet der AIFM den Anleger spätestens jährlich durch den Jahresabschluss. Eine kürzere Frequenz erscheint für geschlossene Fonds vor dem Hintergrund der über die Laufzeit ohnehin abnehmenden Fremdkapitalquote (Tilgung) nicht notwendig.

Issue 22: Article 24 Reporting obligations to competent authorities

Die Berichtspflichten gegenüber den zuständigen Behörden sind bereits in der AIFM-Richtlinie konkret dargestellt. Wir möchten uns daher vorwiegend zu den Berichtsfrequenzen äußern. Bei wenig volatilen Geschäftsstrukturen wie geschlossenen Fonds sollte diese möglichst lang sein. Es besteht kein Anlass, in kurzen Abständen die geforderten Informationen zu liefern, da sich aufgrund der langfristig festgelegten Investmentstrategie unterjährig wenig berichtenswertes verändert. Es bietet sich daher an, die Berichtsfrist an die jährliche Pflicht zur Erstellung und Veröffentlichung eines Jahresberichts zu koppeln. Dies gilt gerade vor dem Hintergrund des Art. 24 (6) (b) AIFMD, wonach die Durchführungsbestimmungen keine exzessiven administrativen Hürden schaffen sollen.

Berlin, den 14. Januar 2011



Rechtsanwalt
Eric Romba
Hauptgeschäftsführer

VGF Verband Geschlossene Fonds e.V.
Association of Non-Tradeable Closed-End Funds

www.vgf-online.de

Büro Berlin:
Georgenstraße 24
10117 Berlin
Germany

T +49 (0) 30. 31 80 49 00
F +49 (0) 30. 32 30 19 79
kontakt@vgf-online.de

Büro Brüssel:
47 – 51, rue du Luxembourg
1050 Bruxelles
Belgium

T +32 (0) 2. 550 16 14
F +32 (0) 2. 550 16 17
contact@vgf-online.eu