

**Stellungnahme des
Bundesverbandes Alternative Investments e.V. (BAI)
für den Finanzausschuss des Deutschen Bundestags
zum
AIFM-Umsetzungsgesetz
-Drucksache 17/12294-**

Vorbemerkung:

Der BAI bedankt sich für die Benennung als Sachverständiger im vorliegenden Gesetzgebungsverfahren und die Möglichkeit zur Abgabe einer Stellungnahme zum Entwurf des AIFM-Umsetzungsgesetzes.

Die Umsetzung der AIFM-Richtlinie ist ein Gesetzgebungsverfahren von außerordentlicher Bedeutung und Tragweite, zum einen für die Alternative Investment Branche in Deutschland und deren Anleger, aber auch für die zuständige Aufsichtsbehörde BaFin. Es liegt im Interesse aller Beteiligten, dass dieses Gesetzgebungsvorhaben ein Erfolg wird:

- **Deutschland soll als Fondsstandort gestärkt werden,**
- **Anleger sollen mit alternative Investment Fonds (AIFs) Zugang zu innovativen Anlagestrategien erhalten, die zur Rendite-Risiko-Optimierung im Portfolio beitragen und gleichzeitig einer adäquaten Regulierung unterliegen,**
- **der BaFin sollen aufsichtsrechtliche Instrumentarien zur Verfügung gestellt werden, die eine wirksame und effiziente Beaufsichtigung der Verwalter von alternativen Investmentfonds (AIFMs) ermöglichen.**

Mit diesen Maßgaben begleitet der BAI, die zentrale Interessenvertretung der Alternative Investment Branche in Deutschland, die Umsetzung der AIFM-Richtlinie in Deutschland konstruktiv, aber auch kritisch. Der Diskussionsentwurf des AIFM-UmsG, der als erster wichtiger Schritt in diesem Prozess zu bewerten ist, wies gewisse Defizite und Inkonsistenzen auf, die zwischenzeitlich teilweise behoben wurden, was vom BAI sehr begrüßt wird. An der weiteren Verbesserung des Gesetzes möchten wir mit dieser Stellungnahme mitwirken.

A. Zur Bedeutung und Tragweite des AIFM-UmsG

1. Stärkung des Fondsstandortes / Verbesserung der Anlagemöglichkeiten

Die Umsetzung der AIFM-RL sollte als Chance für den Fondsstandort Deutschland und deutsche Anleger verstanden werden. Es gibt mehrere Gründe, den Fondsstandort Deutschland zu stärken und die Anlagemöglichkeiten für deutsche Anleger zu verbessern:

- **Arbeitsplätze in der Fondsbranche / Sicherstellung bzw. Erhöhung des Steuersubstrats der hier ansässigen Industrie und deren Mitarbeiter**

Die Auflegung von Fonds in Deutschland bzw. deren Verwaltung in Deutschland schafft Arbeitsplätze nicht nur in der Fondsbranche selbst, sondern auch in angrenzenden Dienstleistungsbranchen (Administration, Verwahrung, Bewertung, Prüfungswesen, Rechts- und Steuerberatung, usw.). Für Deutschland als Fondsproduktionsstandort sollten Anreize durch ein ausgewogenes und wettbewerbsfähiges regulatorisches Rahmenwerk geschaffen werden! Insbesondere neuen bzw. kleinen Verwaltungsgesellschaften sollte in diesem Kontext die Möglichkeit gegeben werden, Ihre Aktivitäten (auch) zukünftig aus Deutschland heraus zu betreiben. Fondsgesellschaften, die in Deutschland ansässig sind, sowie deren Mitarbeiter zahlen zudem in Deutschland Steuern!

- **Anlegerschutz**

Fonds, die in Deutschland aufgelegt werden bzw. in Deutschland verwaltet werden, werden von der BaFin beaufsichtigt, und eben nicht von anderen Aufsichtsbehörden, deren Aufsichtsstandards denen der BaFin ggf. nicht entsprechen. Der Gesetzgeber sollte sich daher darum bemühen zu verhindern, dass Deutschland im Fondsbereich ein reiner Vertriebsstandort wird!

Der über viele Jahre zu beobachtende Abwanderungstrend der deutschen Fondsbranche Richtung Luxemburg oder Irland sollte Anlass genug sein, sich aktiv für den Fondsstandort Deutschland einzusetzen. Dem deutschen Gesetzgeber muss bewusst sein, dass sog. Goldplating der deutschen Fondsbranche schadet und deutsche Anleger zudem nur sehr bedingt schützt. Der Vertrieb von EU-AIFs an professionelle Anleger mit dem in der AIFM-RL vorge-

sehenen EU-Pass darf nämlich nicht durch nationale Regelungen eingeschränkt werden. Beschränkungen, die der deutsche Gesetzgeber also für in Deutschland ansässige Spezial-AIFs/AIFMs vorsieht, gelten nicht für EU-AIFs, die aus einem anderen Mitgliedstaat nach Deutschland vertrieben werden.

- **Stärkung der (privaten) Altersvorsorge mit in Deutschland verwalteten und beaufsichtigten Produkten**

In Deutschland regulierte Anbieter von Produkten der (privaten) Altersvorsorge wie z.B. Versicherungsunternehmen sollten auch in Deutschland ein breites Angebot an regulierten Fondsprodukten aus dem Bereich Alternative Investments haben!

Gleichzeitig müssen deutsche Investoren aber weiterhin adäquaten Zugang zu ausländischen (einschließlich Drittstaaten-)AIF haben und deren Vertrieb in Deutschland sollte nicht beeinträchtigt werden! Der deutsche Gesetzgeber muss die Eigenverantwortung von Investoren . gerade im professionellen Bereich . anerkennen und sollten ihnen nicht verbieten, in bestimmte Produkte . vor allem wenn diese reguliert sind . zu investieren. Der deutsche Gesetzgeber sollte in diesem Zusammenhang auch anerkennen, dass Investoren, wenn sie geeignete Produkte nicht in Deutschland finden, in ausländische Produkte . auch außerhalb der EU . investieren wollen. Diese Möglichkeiten sollte der deutsche Gesetzgeber nicht beschränken. **Insbesondere durch die Abschaffung der Privatplatzierung werden deutschen professionellen Investoren aber vielfältige und sinnvolle Anlagemöglichkeiten abgeschnitten, obgleich die Privatplatzierung in Deutschland auch von Investoren selbst als sehr positiv und praktikabel angesehen wird.**

Im Hinblick auf die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Fondsbranche und die Anlagemöglichkeiten deutscher Investoren sieht der BAI diverse Regelungsansätze im AIFM-UmsG kritisch, denn konkurrierende Standorte wie etwa Luxemburg oder Irland werden eine stringente 1:1-Umsetzung der AIFM-RL wählen. Auch in der aktuellen Fassung gibt das AIFM-UmsG . insbesondere in der Gesamtschau mit dem Entwurf des AIFM-StAnpG . nach Ansicht des BAI nur bedingt Anreize, zukünftig alternative Investmentfonds (AIFs) und deren Verwaltungsgesellschaften (AIFMs) in Deutschland anzusiedeln. Diese werden sich in vielen Fällen eher in anderen europäischen Jurisdiktionen niederlassen. Zudem droht sogar, dass in Deutschland derzeit ansässige AIFs/AIFMs ins europäische Ausland abwandern werden. Mit der Niederlassung von AIFs/AIFMs

im europäischen Ausland bzw. deren Abwanderung dorthin geht spiegelbildlich der Verlust der Beaufsichtigung durch die BaFin ebenso wie ein Verlust von Steuersubstrat einher.

2. Konterkarierung aufsichtsrechtlicher Strukturierungsmöglichkeiten durch begleitende bilanz- bzw. steuerrechtliche Regelungen

AIFs werden unter dem KAGB in Deutschland zukünftig nur dann aufgelegt werden, wenn sie nicht gegenüber anderen Investmentvermögen oder der Direktanlage eine steuer- oder bilanzrechtliche Benachteiligung erfahren. Wir sehen jedoch gegenwärtig durchaus die Gefahr, dass nach dem KAGB zulässige Gestaltungs- bzw. Strukturierungsmöglichkeiten durch steuerrechtliche oder bilanzielle Regelungen konterkariert werden.

Als kontraproduktiv könnte sich die vorgesehene Änderung in Art. 6 Ziffer 3 in Bezug auf § 290 Abs. 2 Nr. 4 HGB, insbesondere für deutsche Versicherungsunternehmen erweisen. Denn die Ausnahme von der Konsolidierungspflicht können diese zukünftig nur dann in Anspruch nehmen, wenn sie in sog. Spezial-AIF mit *festen Anlagebedingungen* investieren. Sollte eine solche Privilegierung der Spezial-AIF und Diskriminierung anderer Spezial-AIF (also ohne feste Anlagebedingungen) beibehalten werden, werden letztere von vornherein als Anlagevehikel für Versicherungsunternehmen ausscheiden. Das kann vom deutschen Gesetzgeber nicht gewollt sein.

Auch auf das steuerliche Begleitgesetz zum AIFM-UmsG, das AIFM-Steueranpassungsgesetz (AIFM-StAnpG), ist an dieser Stelle hinzuweisen. Eine Vielzahl von AIFs qualifizieren voraussichtlich unter dem AIFM-StAnpG als sog. *Kapital-Investmentgesellschaften*, für die eine ggü. anderen vermögensverwaltenden Fonds nachteiligere, u.U. sogar eine **pauschalisierende Substanzbesteuerung** vorgesehen ist. Dieser Besteuerungsansatz führt möglicherweise dazu, dass bestimmte AIFs zukünftig nicht in Deutschland aufgelegt werden.

B. Anlageverbote für Privatanleger

Das im KAGB niedergelegte Anlegerschutzkonzept im Hinblick auf Privatanleger erscheint überzogen, benachteiligt einseitig Fondsanlagen und geht zudem über den Regelungsansatz der AIFM-RL hinaus.

Im Ergebnis wird Privatanlegern bei Beibehaltung des Entwurfs nur ein eingeschränktes Angebot an (Fonds-)Anlagen aus dem Bereich Alternative Investments zur Verfügung stehen. Diese Anlegergruppe wird faktisch von modernen Anlagestrategien ausgeschlossen und dadurch bei der

effektiven Streuung ihrer Vermögensanlagen behindert. Dieses prohibitive Konzept in Bezug auf **Fondsanlagen** erstaunt insbesondere vor dem Hintergrund, dass die **Rolle der Finanzaufsicht in vielerlei Hinsicht** (z.B. durch die Regulierung der AIFM/AIF eben durch das KAGB, aber auch z. B. durch jüngste Reformen wie die erweiterte Prospektprüfung bei geschlossenen Fonds, oder durch begleitende Regulierungsmaßnahmen wie EMIR, MiFID-II, PRIPS, etc.) **gestärkt worden ist, so dass diese einen viel entscheidenderen Beitrag zum Anlegerschutz leisten kann als eine staatliche statische Einschränkung der Wahlfreiheit.**

Klar dürfte auch sein, dass Verbote, die einseitig Fondsanlagen betreffen, Ausweichreaktionen hervorrufen werden. Aus Sicht des BAI erscheint es vorzugswürdig, Privatanlegern gerade den Zugang zu bestimmten AIFs zu ermöglichen, die sich eben durch ein hohes Regulierungs- und Aufsichtsniveau auszeichnen. Auch wenn das Beispiel bereits häufig bemüht wurde: Privatanlegern wird vom Gesetzgeber auch nicht verboten, ihr ganzes Vermögen z.B. in einen einzelnen Penny-Stock oder sog. Contracts-for-difference (CFDs) zu investieren. Das KAGB enthält jedoch diverse explizite bzw. faktische Verbote, in bestimmte AIFs (u.a. sog. Hedgefonds), die wohlge-merkt hochreguliert und beaufsichtigt und zudem risikodiversifiziert sind, zu investieren. Hier muss erlaubt sein zu fragen, ob dies ein richtiger Regulierungsansatz sein kann oder eben falsch verstandener Anlegerschutz. Auch hier wären aus Sicht des BAI realistische Mindestanlagebeträge sachgerechter als Anlageverbote.

Wichtig und sachgerecht ist die im Regierungsentwurf vorgesehene Erweiterung des Anlegerkreises von sog. Spezial-AIF um sog. semi-professionelle Anleger. Allerdings erscheint hier die alleinige Ausrichtung an den Kriterien der geplanten Verordnung für Europäische Risikokapitalfonds als zu eng, da diese spezifischen Anlegerkriterien . zu Recht . auf diese spezifische Anlageform . eben Wagniskapitalfinanzierung . ausgerichtet sind. Nicht jede andere AIF-Anlage hat aber dieses besondere Risiko-Rendite-Profil, so dass hier auch die Kriterien nicht identisch sein müssen.

C. Produktregulierung

Das KAGB enthält für AIFs nach wie vor eine Reihe von Regelungen, die im Ergebnis eine von der AIFM-RL nicht vorgesehene Produktregulierung darstellen und zudem in der Sache nicht begründet sind.

1. Leerverkaufsverbot für AIFs

Zunächst ist darauf hinzuweisen, dass die AIFM-RL kein Leerverkaufsverbot enthält! Das KAGB hingegen sieht ein solches Verbot nicht nur für OGAW-Fonds, sondern auch für Publikums-AIF und sogar für Spezial-AIF vor (vgl. § 276 Abs. 1). Es findet sich allerdings keine Begründung im Gesetzentwurf, warum gerade AIFs per se die Tötigung von Leerverkäufen verboten wird.

BAI Petition . Erlaubnis der Durchführung auch von physischen Leerverkäufen für AIFs:

Sämtliche AIF sollten auch *physische* . und nicht nur sog. *synthetische* . Leerverkäufe tätigen dürfen. Es gibt keinen sachlichen Grund, zwischen physischen und synthetischen Leerverkäufen zu differenzieren. Derzeit vorgesehene Verbote, wie etwa in § 276 KAGB-E, sind zu streichen. Andernfalls isoliert sich das KAGB auch in diesem Bereich von den Umsetzungsgesetzen in anderen Mitgliedstaaten. Dies schadet dem Fondsstandort Deutschland und ist sogar für Anleger nachteilig. Anreize werden geschaffen, AIFs in anderen Mitgliedstaaten aufzulegen. Diese EU-AIF, die auch physische Leerverkäufe tätigen, dürfen wiederum unter dem EU-Pass in Deutschland vertrieben werden.

Gegenwärtig enthält das InvG in § 59 ein Verbot von Leerverkäufen, welches auf die OGAW-Richtlinie (dort Art. 89) zurückzuführen ist. Dieses allgemeine Verbot wurde scheinbar unreflektiert in den KAGB-E übernommen, obwohl dieses Verbot für AIF keine Relevanz hat und in der AIFM-RL überhaupt nicht vorgegeben ist!

Erläuterung:

OGAW-Fonds sind gem. Art. 89 OGAW-RL ~~Leerverkäufe~~ ausdrücklich untersagt! Dieses Verbot wurde von den Mitgliedstaaten und der EU-Kommission dahingehend ausgelegt, dass damit nur sog. *physische* Leerverkäufe, also z.B. der direkte Leerverkauf einer Aktie, gemeint sind. Ausdrücklich erlaubt wurden hingegen sog. *synthetische* Leerverkäufe, also Leerverkäufe durch Derivate, z.B. in Form eines Contracts-for-difference. Da für *OGAW-Fonds* der Einsatz von Derivaten wiederum grundsätzlich beschränkt ist, gelten diese Restriktionen auch beim Derivateinsatz, der einem Leerverkauf entspricht. Auch für synthetische Leerverkäufe gelten daher die Begrenzungen bezüglich Ausfallrisiken, Obergrenzen für Emittentenrisiken und die angemessene Deckung bei Geschäften mit derivativen Finanzinstrumenten entsprechend den allgemeinen Vorgaben der OGAW-RL.

Die AIFM-RL hat diese Restriktionen bzw. Verbote aber bewusst nicht übernommen. Regelungen zu Leerverkäufen, die kurzzeitig im Gesetzgebungsverfahren vorgeschlagen worden waren, wurden nach Übereinstimmung aller beteiligten Gremien gestrichen. **Leerverkaufsaktivitäten wurden sodann umfassend im Rahmen der EU-Leerverkaufsverordnung reguliert**; diese VO enthält bekanntlich auch das Verbot sog. ungedeckter Leerverkäufe, was somit auch für AIFMs gilt! Über die EU-Leerverkaufsverordnung und entsprechende nationale Umsetzungsmaßnahmen z.B. im WpHG sind bereits weitere spezifische Offenlegungs- und Transparenzpflichten, aber auch aufsichtsrechtliche Eingriffs- und Beschränkungsmodalitäten implementiert, die einen angemessenen Umgang mit Leerverkaufsaktivitäten sicherstellen. Die AIFM-RL enthält zudem über das obligatorische interne Leverage-Limit zudem inzident auch eine Beschränkung von Leerverkäufen. Denn Short-Positionen (egal ob synthetisch oder physisch) sind im Rahmen der Berechnung des Gesamtexposures auf jeden Fall zu berücksichtigen!

Trotz dieser Sachlage statuiert der KAGB-Diskussions- und Regierungsentwurf auch für sämtliche AIF (mit Ausnahme der sog. Hedgefonds) ein Verbot physischer Leerverkäufe. Dies widerspricht zum einen der AIFM-RL, ist zudem in der Sache nicht begründbar. Für eine Differenzierung zwischen synthetischen und physischen Leerverkäufen gibt es weder sachliche noch aufsichtsrechtliche Gründe. Hervorzuheben ist in diesem Zusammenhang, dass insbesondere auch die EU-Leerverkaufsverordnung ausdrücklich nicht zwischen unterschiedlichen Arten von Leerverkäufen differenziert.

Nachfragen bei BMF/BaFin zu den Gründen des Verbots der physischen Leerverkäufe ergaben den Hinweis auf die bisherige Regelung im InvG (die ja auf der Vorgabe der OGAW-RL beruht!). In der wissenschaftlichen Literatur finden sich jedoch keine Gründe, warum zwischen synthetischen und physischen Leerverkäufen differenziert werden sollte. Im Gegenteil: dadurch, dass physische Leerverkäufe nur gedeckt (also nachdem zuvor ein entsprechender Titel im Rahmen einer Wertpapierleihe geliehen wurde) durchgeführt werden dürfen, ist es immer erforderlich, dass das dem Leerverkauf zugrundeliegende Wertpapier geliehen bzw. lokalisiert wird. Die Leerverkaufsmöglichkeit ist also durch die Verfügbarkeit der entsprechenden Wertpapiere begrenzt. Anders hingegen beim synthetischen Leerverkauf, wo es diese Beschränkung gerade nicht gibt, und der zudem ein Gegenparteiisiko mit sich bringt und natürlich zusätzliche Kosten. Von allen Beteiligten wird zugestanden, dass es bei den **physischen Leerverkäufen kein gegenüber den synthetischen Leerverkäufen erhöhtes Verlustpotential gibt.**

Im Ergebnis ist somit zu konstatieren, dass das Verbot physischer Leerverkäufe für AIFs keine Berechtigung hat. Es darf vor allem nicht mit dem Hinweis auf die . fragwürdige . Definition des Hedgefonds in § 283 Abs. 1 aufrechterhalten werden, s. hierzu nachfolgend. Verfehlt ist es auch, Verwaltern von Spezial-AIFs, die physische Leerverkäufe tätigen wollen, auf die Erlaubnis als ~~sHedgefonds~~ zu verweisen. Denn diese, also Spezial-AIFs, dürfen . wie ja auch OGAW-Fonds . ohnehin synthetische Leerverkäufe durchführen (vgl. hierzu z.B. auch BaFin-FAQ zu erwerbba- ren Vermögensgegenständen (Eligible Assets), Geschäftszeichen WA 41 - Wp 2136-2008/0001, vom 15. Oktober 2009, Ziffer 22).

2. Fragwürdiges Konzept der AIF-Sonderformen ~~H~~Hedgefonds~~í~~ und ~~H~~Dach-Hedgefonds~~í~~

a) BAI-Petition . Streichung der Vorschriften zu (Single-) Hedgefonds:

Korrespondierend zur Streichung des Verbotes von physischen Leerverkäufen für AIFs ist **§ 283 zu streichen**. Da AIF danach zum einen Leverage . auch in beträchtlichem Umfang . einsetzen, zum anderen auch physische Leerverkäufe tätigen dürfen, ist die im Entwurf vorgesehene . und ohnehin fragwürdige . Definition eines Hedgefonds nicht mehr notwendig und auch nicht zielfüh- rend. Es bleibt sodann bei den Sonderregelungen für AIF, die in beträchtlichem Umfang Hebel-fi- nanzierung einsetzen, vgl. u.a. § 215. Diese Sonderregelungen sind richtig und konsequent, ins- besondere da diese auch durch die AIFM-RL in dieser Form vorgegeben sind.

Lediglich der Vollständigkeit halber ist darauf hinzuweisen, dass die im Entwurf vorgesehen Defi- nition für Hedgefonds unbrauchbar und im Ergebnis überflüssig ist.

Noch in der Begründung zu § 112 Abs. 1 InvG im Rahmen des InvModG hat der deutsche Ge- setzgeber zudem auf Seite 260 wie folgt konstatiert:

~~H~~Die aus dem Angelsächsischen stammende Bezeichnung ~~H~~Hedge Fund~~í~~ ist zwar in- ternational gebräuchlich, kann jedoch bei einer Regelung im Investmentgesetz aus gesetzessystematischen Gründen nicht allein zur Bezeichnung des hier zu regulie- renden Produktes verwendet werden. Zudem ist der Begriff Hedge Fund an sich irre- führend, da er den Eindruck vermittelt, es handele sich um Absicherungsinstrumente (~~H~~to hedge~~í~~ entspricht eingrenzen, sichern), obwohl tatsächlich gerade diese Fonds spekulativ in hochriskanten Vermögensgegenständen anlegen. Obwohl der Begriff Hedge Fund weltweit eingeführt ist, gibt es keine allgemeingültige Definition. Wegen

der Bandbreite der mit Hedge Fund¹ bezeichneten Produkten zugrunde liegenden Merkmale wäre es auch nicht zielführend, zu versuchen, eine Definition zu entwickeln.

Es überrascht, dass diese Überlegung nun offenbar keine Geltung mehr haben soll. Der Sinneswandel wird zudem nicht ansatzweise begründet. Neben der Unschärfe und fehlenden Aussagekraft des Begriffes Hedgefonds² ist als weiteres Argument gegen dessen Verwendung anzuführen, dass dieser Begriff in Deutschland bekanntlich verbrannt ist. Warum er gerade jetzt als zentraler Begriff des neuen KAGB verwendet werden soll, ist unverständlich.

b) BAI-Petition . Beibehaltung der Anlagemöglichkeiten von Gemischten und Sonstigen Investmentvermögen / Erwerbbarkeit von Anteilen an Spezial-AIF:

Offenen Publikums-AIF sollte der Erwerb von Anteilen an Spezial-AIF erlaubt werden, zumindest zur **Beimischung**. Die entsprechende Beschränkung für Gemischte und Sonstige Investmentvermögen, die eben Anlagen in Spezial-AIF nicht vorsieht, ist unverständlich und bleibt sogar hinter gegenwärtigen Anlagemöglichkeiten für entsprechende Fonds unter dem InvG zurück.

Die gesetzgeberische Intention, Privatanleger nicht als direkte Anleger von Spezial-AIF zuzulassen, ist in gewisser Weise zwar nachvollziehbar, fragwürdig und inkonsistent ist dieser Ansatz aber im Hinblick auf gemittelte Fondsanlagen, also über Publikums-AIF.

Unter dem gegenwärtigen InvG dürfen Publikums-Fonds nicht in Spezialfonds investieren. Gemischte Sondervermögen und auch Sonstige Sondervermögen dürfen aber u.a. in Single-Hedgefonds investieren. Mit der fragwürdigen Neuqualifizierung von Hedgefonds als Spezial-AIF durch das KAGB soll nunmehr Gemischten und Sonstigen Investmentvermögen verboten werden, in Hedgefonds im Speziellen bzw. Spezial-AIF im Allgemeinen zu investieren. Es stellt sich nunmehr die Frage, warum diese spezielle Anlagemöglichkeit für Gemischte und Sonstige Investmentvermögen jetzt wegfallen soll, nur weil ein Hedgefonds jetzt als Spezial-AIF qualifiziert. Anlegerschutzgründe können jedenfalls nicht als Begründung herangezogen werden. Im Übrigen sind auch keine Fälle bekannt, in denen es durch entsprechende Anlagen zu Nachteilen zu Lasten von Privatanlegern gekommen ist.

Bei den Verwaltern von Gemischten und Sonstigen Investmentvermögen, also den AIFM, handelt es sich offenkundig um qualifizierte, **professionelle** Anleger. Die Geschäftsleiter des jeweiligen AIFM wurden und werden von der BaFin in einem aufwendigen Erlaubnisverfahren (Eignung, Zuverlässigkeit, etc.) zugelassen! Warum diesen dann die Fähigkeit und Möglichkeit abgesprochen werden soll, zur Beimischung in Hedgefonds bzw. Spezial-AIF zu investieren, ist nicht ersichtlich. Es gibt auch keinen Grund, den alten, im InvG niedergelegten Grundsatz, dass ein OGAW-(naher)Publikumsfonds nicht in einen Spezialfonds investieren soll, nunmehr unreflektiert auch auf Publikums-AIF zu übertragen. Der AIFM, der den Publikums-AIF verwaltet, ist gerade ein qualifizierter, also professioneller Anleger, der Chancen und Risiken eines Spezial-AIF abwägen und die Anlage im Rahmen seines Risikomanagements erfassen kann. Über entsprechende Transparenzerfordernisse kann auch sichergestellt werden, dass Anleger hinreichend und explizit über etwaige Risiken informiert werden. Warum es hierfür zwingend den Fondstyp Dach-Hedgefonds geben muss, der zudem nach dem KAGB-E ausschließlich (!) in sog. Single-Hedgefonds investieren muss (!), erschließt sich nicht. Sinnvoller erscheint es, auch Gemischten und Sonstigen Investmentvermögen zu erlauben, in Spezial-AIF zu investieren. Ggf. können hier Quoten eingeführt werden, in welchem Umfang diese AIFs in Spezial-AIFs investieren können.

In § 219 Abs. 1 Nr. 2 sollte daher folgender Buchstabe c) eingefügt werden:

bc) Anteile an Spezial-AIFÍ

In Abs. 5 könnte dann ggf. ergänzend eine Quote für Anlagen in Spezial-AIF eingeführt werden, z.B. 25%.

Korrespondierend sollte in § 221 Abs. 1 der Katalog der Vermögensgegenstände um eine Nr. 5 erweitert werden:

bNr. 5 Anteile an Spezial-AIFÍ

In Abs. 3 könnte dann ggf. ergänzend eine Quote für Anlagen in Spezial-AIF eingeführt werden, z.B. 30%.

c) BAI-Petition . Neugestaltung der Vorschriften zu Dach-AIF:

§§ 225-229 sind dahingehend zu ändern, dass sie sich nicht auf Dach-*Hedgefonds* beziehen, sondern allgemein auf Dach-*AIF*, die auch von Privatanlegern erworben werden dürfen, wobei es irrelevant ist, in welche Arten von Ziel-AIF ein Dach-AIF investiert.

Zunächst ist kritisch zu würdigen, dass Privatanlegern unter dem KAGB verboten werden soll, direkt in sog. (Single-)Hedgefonds zu investieren. Dies war und ist unter dem gegenwärtigen InvG erlaubt. Nach hiesigem Kenntnisstand gibt es in diesem Zusammenhang keinerlei Beschwerden von Anlegern bei BaFin oder Ombudsstelle. Nunmehr soll im KAGB diese Erwerbsmöglichkeit untersagt werden bzw. nur noch dann eröffnet werden, sofern der Privatanleger zumindest als semi-professioneller Anleger qualifiziert (u.a. Mindestanlage 200.000 Euro nebst Erfüllung weiterer Kriterien!). Im geschlossenen Fondsbereich hingegen erlaubt das KAGB Privatanlegern sogar Anlagen in sog. 1-Objekt-Fonds und zwar ab einem Mindestanlagebetrag von 20.000 Euro, also einem Zehntel des Betrages, der bei Hedgefondsanlagen erforderlich wäre. Diese Wertung des Gesetzgebers (bzw. des BMF) ist nicht nur in der Sache, sondern auch unter Anlegerschutzgesichtspunkten zu hinterfragen. Was hat der Gesetzgeber (bzw. das BMF) für Erkenntnisse, dass eine risikodiversifizierte Anlage in einen regulierten (!) Hedgefonds risikobehafteter ist als eine Anlage in einen geschlossenen 1-Objekt-Fonds? Nur wenn solche Erkenntnisse vorliegen, ist diese Ungleichbehandlung zu rechtfertigen! Durchschnittliche Renditen von Hedgefonds, durchschnittliche Volatilitäten von Hedgefonds, durchschnittliche Sharp-Ratios von Hedgefonds sprechen jedenfalls deutlich gegen die Annahme, dass eine Anlage in Hedgefonds risikobehafteter ist! Bei Bedarf werden entsprechende Berechnungen gerne vorgelegt. Auch in diesem Punkt wird die Inkonsistenz des vom BMF vorgeschlagenen Hedgefondskonzeptes offenkundig!

Der deutsche Gesetzgeber untersagt Privatanlegern aber nicht nur die *direkte* Anlage in Hedgefonds, sondern auch . wie oben bereits dargelegt . *mittelbare* Anlagen über Gemischte oder Sonstige Investmentvermögen. Es besteht für Privatanleger lediglich die Möglichkeit, über sog. Dach-Hedgefonds in Single-Hedgefonds zu investieren, die aber nur bedingt praxistauglich ausgestaltet sind.

Der Ansatz, dass auch Privatanleger in Dachfonds investieren dürfen, die wiederum in Zielfonds investieren, die im Grundsatz keinen Anlagebeschränkungen unterliegen, ist zwar zu begrüßen. **§ 225 greift aber insoweit zu kurz, als dass er ausschließlich Anlagen in Zielfonds erlaubt, die Hedgefonds gem. § 283 bzw. diesen vergleichbar sind.** Daneben lässt § 225 Abs. 2 nur die Anlage in Bankguthaben, Geldmarktinstrumente, oder *sGeldmarktfonds* (Investmentvermögen i.S.d. § 196, die ausschließlich in Bankguthaben und Geldmarktinstrumente anlegen dürfen) zu. Mit anderen Worten, ein solcher Dachfonds darf nicht in andere AIFs oder OGAWs investieren.

Unter Diversifizierungsaspekten bzw. einem anlegerorientierten Rendite-Risikoprofil ist dieser Ansatz fragwürdig und es stellt sich die Frage, warum der deutsche Gesetzgeber nicht auch andere Arten von Dach-AIF für Privatanleger zulässt bzw. Dach-AIF ein breiteres Anlagespektrum zugesteht?

Die Vorschriften in Kapitel 2, Abschnitt 3, Unterabschnitt 4 könnten wie nachfolgend vorgeschlagen als allgemeines Konzept für Dach-AIF ausgestaltet werden. Privatanleger hätten dadurch Anlagemöglichkeiten in alle Arten von Dach-AIF und eben nicht nur in Dach-Hedgefonds. Durch das Verbot von Leverage und Leerverkäufen auf Dachfondsebene wird auch ein adäquates Maß an Anlegerschutz beibehalten. Sofern Zielfonds Leverage und/oder Leerverkäufe einsetzen/durchführen, sind die entsprechenden Informationspflichten wie im Entwurf für Dach-Hedgefonds vorgesehen. Somit ist auch Privatanlegern der potentielle Risikogehalt der Anlage bewusst.

Unterabschnitt 4

Dach-AIF

§ 225

Dach-AIF

(1) Dach-AIF sind AIF, die vorbehaltlich der Regelung in Absatz 2 in Anteilen oder Aktien von AIFs oder OGAWs (Zielfonds) anlegen. Leverage mit Ausnahme von Kreditaufnahmen nach Maßgabe des § 195 und Leerverkäufe dürfen für Dach-AIF nicht durchgeführt werden.

(2) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft darf für Rechnung eines Dach-AIF nur bis zu 49 Prozent des Wertes des Dach-AIF in Vermögensgegenstände nach Maßgabe der §§ 189 bis 191 und 192 bis 194 anlegen.

(3) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft darf für Rechnung eines Dach-AIF ausländische Zielfonds nur erwerben, wenn deren Vermögensgegenstände von einer Verwahrstelle oder einem Prime Broker, der die Voraussetzungen des § 81 Absatz 4 Nummer 2 erfüllt, verwahrt werden.

(4) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft darf nicht mehr als zu 20 Prozent des Wertes eines Dach-AIF in einem einzelnen Zielfonds anlegen. Sie darf nicht in mehr als zwei Zielfonds vom gleichen Emittenten oder Fondsmanager und nicht in Zielfonds anlegen, die ihre Mittel selbst in anderen Zielfonds anlegen. Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft darf nicht in ausländische Zielfonds aus Staaten anlegen, die bei der Bekämpfung der Geldwäsche nicht im Sinne internationaler Vereinbarungen kooperieren. Dach-AIF dürfen auch sämtliche ausgegebene Anteile oder Aktien eines Zielfonds erwerben.

(5) AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften, die Dach-AIF verwalten, müssen sicherstellen, dass ihnen sämtliche für die Anlageentscheidung notwendigen Informationen über die Zielfonds, in die sie anlegen wollen, vorliegen, mindestens jedoch:

1. der letzte Jahres- und gegebenenfalls Halbjahresbericht,
2. die Anlagebedingungen und Verkaufsprospekte oder gleichwertige Dokumente,
3. Informationen zur Organisation, zum Management, zur Anlagepolitik, zum Risikomanagement und zur Verwahrstelle oder vergleichbaren Einrichtungen,
4. Angaben zu Anlagebeschränkungen, zur Liquidität, zum Umfang des Leverage und zur Durchführung von Leerverkäufen.

Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften haben die Zielfonds, in die sie anlegen, in Bezug auf die Einhaltung der Anlagestrategien und Risiken laufend zu überwachen und haben sich regelmäßig allgemein anerkannte Risikokennziffern vorlegen zu lassen. Die Methode, nach der die Risikokennziffer errechnet wird, muss der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft von dem jeweiligen Zielfonds angegeben und erläutert werden. Die Verwahrstelle der Zielfonds hat eine Bestätigung des Wertes des Zielfonds vorzulegen.

§ 226

Auskunftsrecht der Bundesanstalt

AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften, die Dach-AIF verwalten, haben der Bundesanstalt auf Anforderung alle ihnen nach Maßgabe des § 225 Absatz 5 vorliegenden Unterlagen vorzulegen.

§ 227

Rücknahme

Bei Dach-AIF können die Anlagebedingungen abweichend von den §§ 94, 166, 213 vorsehen, dass die Anteil- oder Aktienpreisermittlung und die Rücknahme von Anteilen oder Aktien nur zu bestimmten Rücknahmeterminen, jedoch mindestens einmal in jedem Kalendervierteljahr, erfolgt. Anteil- oder Aktienrückgaben sind bei Dach-AIF bis zu 100 Kalendertagen vor dem jeweiligen Rücknahmetermin, zu dem auch die Ermittlung des Anteil- oder Aktienwertes erfolgt, durch eine unwiderrufliche Rückgabeerklärung gegenüber der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft zu erklären. Die Zahlung des Rücknahmepreises muss unverzüglich nach dem Rücknahmetermin erfolgen, spätestens aber 50 Kalendertage nach diesem Tag. Im Fall von im Inland in einem Depot verwahrten Anteilen oder Aktien hat die Erklärung durch die depotführende Stelle zu erfolgen. Die Anteile oder Aktien, auf die sich die Erklärung bezieht, sind bis zur tatsächlichen Rückgabe von der depotführenden Stelle zu sperren. Im Falle von nicht im Inland in einem Depot verwahrten Anteilen oder Aktien wird die Erklärung erst wirksam und beginnt die Frist erst zu laufen, wenn von der Verwahrstelle die zurückzugebenden Anteile oder Aktien in ein Sperrdepot übertragen worden sind.

§ 228

Verkaufsprospekt

(1) Der Verkaufsprospekt muss zusätzlich zu den Angaben nach § 161 folgende Angaben enthalten:

1. Angaben zu den Grundsätzen, nach denen die Zielfonds ausgewählt werden;
2. Angaben zu dem Umfang, in dem Anteile ausländischer nicht beaufsichtigter Zielfonds erworben werden dürfen, mit dem Hinweis, dass diese möglicherweise keiner mit diesem Gesetz vergleichbaren staatlichen Aufsicht unterliegen;
3. Angaben zu den Anforderungen, die an die Geschäftsleitung der Zielfonds gestellt werden;
4. Angaben zu dem Umfang, in dem von den ausgewählten Zielfonds im Rahmen ihrer Anlagestrategien Kredite aufgenommen und Leerverkäufe durchgeführt werden dürfen mit einem Hinweis zu den Risiken, die damit verbunden sein können;
5. Angaben zur Gebührenstruktur der Zielfonds mit einem Hinweis auf die Besonderheiten bei der Höhe der Gebühren sowie Angaben zu den Berechnungsmethoden der Gesamtkosten, die der Anleger zu tragen hat;
6. Angaben zu den Einzelheiten und Bedingungen der Rücknahme und der Auszahlung von Anteilen oder Aktien, gegebenenfalls verbunden mit einem ausdrücklichen, drucktechnisch hervorgehobenen Hinweis, dass der Anleger abweichend von § 94 Absatz 1 nicht jederzeit von der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft die Rücknahme von Anteilen oder Aktien und die Auszahlung des auf die Anteile oder Aktien entfallenden Vermögensanteils verlangen kann.

(2) Für Dach-AIF, die in Zielfonds investieren, die in beträchtlichem Umfang Hebelfinanzierung einsetzen und/oder Leerverkäufe tätigen, muss der Verkaufsprospekt zusätzlich an auffälliger Stelle drucktechnisch hervorgehoben folgenden Warnhinweis enthalten: "Der Bundesminister der Finanzen warnt: Dieser Investmentfonds investiert in Zielfonds, die keinen gesetzlichen Leverage- oder Risikobeschränkungen unterliegen."

§ 229

Anlagebedingungen

Die Anlagebedingungen von AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften, die Dach-AIF verwalten, müssen die Angaben nach Maßgabe des § 158 enthalten. Ergänzend zu § 158 Absatz 2 Nummer 1 ist von den AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften anzugeben, nach welchen Grundsätzen Zielfonds, in die sie anlegen, ausgewählt werden, welchen Anlagestrategien diese Zielfonds folgen und in welchem Umfang sie im Rahmen ihrer Anlagestrategien zur Generierung von Leverage Kredite aufnehmen, Wertpapierdarlehen oder Derivate einsetzen und Leerverkäufe durchführen dürfen und bis zu welcher Höhe Mittel in Bankguthaben, Geldmarktinstrumenten und in Anteilen oder Aktien an inländischen, EU-AIF oder ausländischen AIF nach § 220 Absatz 2 Satz 1 angelegt werden dürfen und ob die Vermögensgegenstände eines Zielfonds bei einer Verwahrstelle oder einem Prime Broker verwahrt

werden. Ergänzend zu § 158 Absatz 2 Nummer 4 haben AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften, die Dach-AIF verwalten, alle Voraussetzungen und Bedingungen der Kündigung und Auszahlung von Anteilen aus dem Dach-AIF Zug um Zug gegen Rückgabe der Anteile anzugeben.

D. Europäische Aktiengesellschaft als zulässige Rechtsform für KVGGen?

Das KAGB enthält einen abschließenden Katalog von zulässigen Rechts- bzw. Organisationsformen für Kapitalverwaltungsgesellschaften bzw. Investmentvermögen. Externe Kapitalverwaltungsgesellschaften dürfen nach § 18 KAGB nur in der Rechtsform AG, GmbH bzw. GmbH & Co. KG betrieben werden. Unklar bleibt weiterhin, ob auch die Rechtsform SE, also die sog. Europäische Aktiengesellschaft, zugelassen ist. Das BMF scheint zwar davon auszugehen. Hier bedarf es u. E. jedoch einer Klarstellung, denn die SE ist eine *eigenständige* Rechtsform *neben* der AG, auf die teilweise die Vorschriften des AktG entsprechend Anwendung finden. § 18 KAGB bezieht sich explizit aber nur auf die Rechtsform AG. Entsprechendes gilt für die InvAG. Gem. § 104 darf diese nur in der *Rechtsform* der AG betrieben werden.

E. Anmerkungen zu einzelnen Vorschriften

§ 1 Abs. 4 Nr. 2

In § 1 Abs. 4 Nr. 2 sollte in Nr. 2 zur definitorischen Klarstellung der Klammerzusatz *soffene AIF* aufgenommen werden:

soffene Investmentvermögen sind

1. OGAW und
2. AIF, die die Voraussetzungen von Artikel 7 Absatz 1 der Verordnung (EU) Nr. ___/2013 [Verordnung auf Grundlage von Artikel 4 Absatz 4 der Richtlinie 2011/61/EU] erfüllen (*offene AIF*).%o

§ 1 Abs. 17

In § 1 Abs. 17 sollten zur definitorischen Klarstellung folgende Ergänzungen aufgenommen werden:

⊖ EU-Verwaltungsgesellschaften sind Unternehmen mit Sitz in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum, die den Anforderungen

1. an eine Verwaltungsgesellschaft im Sinne der Richtlinie 2009/65/EG (EU-OGAW-Verwaltungsgesellschaft) oder an eine intern verwaltete Investmentgesellschaft im Sinne der Richtlinie 2009/65/EG oder

2. an einen Verwalter alternativer Investmentfonds im Sinne der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010 (ABl. L 174 vom 1.7.2011, S. 1) (EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft)

entsprechen. %

§ 1 Abs. 19 Nr. 24

In § 1 Abs. 19 Nr. 24 sollten zur redaktionellen Klarstellung folgende Ergänzungen aufgenommen werden:

⊖ Kollektive Vermögensverwaltung umfasst die Portfolioverwaltung, das Risikomanagement und administrative Tätigkeiten in Bezug auf Investmentvermögen, den Vertrieb von eigenen Investmentanteilen sowie bei AIF Tätigkeiten im Zusammenhang mit den Vermögensgegenständen des AIF. %

§ 1 Abs. 19 Nr. 33 b)

§ 1 Abs. 19 Nr. 33 b) sollte wie folgt ergänzt werden:

⊖ b) ein in § 37 Absatz 1 genannter Geschäftsleiter oder Mitarbeiter der AIF-Verwaltungsgesellschaft, sofern er in von der AIF-Verwaltungsgesellschaft verwaltete AIF investiert; ein Ausscheiden des Geschäftsleiters oder Mitarbeiters aus der AIF-Verwaltungsgesellschaft nach dem Erwerb der Anteile oder Aktien eines von der AIF-Verwaltungsgesellschaft verwalteten AIF ist unbeachtlich. %

Erläuterung:

Es sollte klargestellt werden, dass ein Spezial-AIF nicht deshalb zum Publikums-AIF wird, weil Geschäftsleiter oder Mitarbeiter der AIF-Verwaltungsgesellschaft nach einem Investment in von der AIF-Verwaltungsgesellschaft verwaltete AIFs aus der betreffenden AIF-Verwaltungsgesellschaft ausscheiden.

§ 2 Abs. 4

§ 2 Abs. 4 sollte wie folgt geändert werden:

§ Auf eine AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft sind nur §§ 1 bis 17, 42, 44 sowie die §§ 343, 345 Absatz 4, 350 und 353 anzuwenden, wenn $\bar{\circ}$..%

Erläuterung:

Es sollte klargestellt werden, dass der Verweis sich nur auf § 345 Abs. 4 KAGB bezieht. Ansonsten würde nahegelegt, dass die Anlagebedingungen ans KAGB anzupassen sind, obwohl die Produktvorschriften des KAGB gem. § 2 Abs. 4 gar nicht anwendbar sind. Der Verweis auf § 351 KAGB ist nicht nachvollziehbar. Wieso sollten die Anlagebedingungen der offenen, bislang unregulierten Spezial-AIF an das KAGB angepasst werden, wenn doch die Produktvorschriften des KAGB im Fall des § 2 Abs. 4 gar nicht anwendbar sind? Der Verweis auf § 346 KAGB passt nicht, da er Publikums-AIF betrifft.

§ 20 Abs. 3

§ 20 Abs. 3 sollte wie folgt um eine neue Ziffer 9 ergänzt werden, die bisherige Ziffer 9 wird zu Ziffer 10:

§ Externe AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften dürfen neben der kollektiven Vermögensverwaltung von AIF folgende Dienstleistungen und Nebendienstleistungen erbringen:

1. [$\bar{\circ}$]
2. [$\bar{\circ}$]

3. [ö]
4. [ö]
5. [ö]
6. [ö]
7. [ö]
8. [ö]
9. die Abgabe einer Zusage gegenüber dem Anleger, dass bei Rücknahme von Anteilen, bei Beendigung der Verwaltung von Vermögen im Sinne der Nummer 1 und der Beendigung der Verwahrung und Verwaltung von Anteilen im Sinne der Nummer 4 mindestens ein bestimmter oder bestimmbarer Betrag an den Anleger gezahlt wird (Mindestzahlungszusage),
10. sonstige Tätigkeiten, die mit den in diesem Absatz genannten Dienstleistungen und Nebendienstleistungen unmittelbar verbunden sind.%

Dadurch kommt es zu nachfolgender Folgeänderung in § 25 Abs. 5

§(5) Werden Altersvorsorgeverträge nach § 20 Absatz 2 Nummer 6 oder § 20 Absatz 3 Nummer 8 abgeschlossen oder Mindestzahlungszusagen nach § 20 Absatz 2 Nummer 7 oder § 20 Absatz 3 Nummer 9 abgegeben, müssen externe Kapitalverwaltungsgesellschaften im Interesse der Erfüllung ihrer Verpflichtungen gegenüber Anlegern und Aktionären, insbesondere im Interesse der Sicherheit der ihnen anvertrauten Vermögenswerte, über angemessene Eigenmittel verfügen.%

Erläuterung:

Der KAGB-E sieht bislang . ohne Begründung . keine Möglichkeit der Abgabe von Mindestzahlungszusagen durch AIF-KVG vor, obwohl sich diese bislang im InvG bewährt haben. Auch AIF-KVGen sollten daher Mindestzahlungszusagen abgeben können, was durch die vorgeschlagene Änderung umgesetzt werden könnte.

§ 23 Nr. 9 KAGB-E

In Nr. 9 ist am Ende das Wort ~~und~~ durch das Wort ~~soder~~ zu ersetzen:

die Kapitalverwaltungsgesellschaft ausschließlich administrative Tätigkeiten, den Vertrieb von eigenen Investmentanteilen oder Tätigkeiten im Zusammenhang mit den Vermögensgegenständen des AIF erbringt, ohne auch die Portfolioverwaltung oder das Risikomanagement zu erbringen,%

Vgl. Artikel 6 Abs. 5 c) AIFM-RL, der die Ausschließlichkeit von den in Anhang I Nummer 2 der AIFM-RL genannten Tätigkeiten verbietet, nicht aber die Kumulation der Funktionen von Anhang I Nr. 1 a) und Nr. 1 b) AIFM-RL fordert. Die Voraussetzung steht insbesondere im Widerspruch zur Definition der Verwaltung von AIF in § 17 Abs. 1 Satz 2 KAGB-E und Artikel 4 Abs. 1 w) der AIFM-RL.

§ 23 Nr. 10 KAGB-E

Zu Nr. 10 sollte zumindest in der Gesetzesbegründung klargestellt werden, dass die Erbringung auch im Weg der Auslagerung der Funktionen unter Beachtung der Maßgabe des § 36 KAGB-E möglich ist, ohne dass dies zum Wegfall der Lizenz führt (vgl. auch Artikel 4 Abs. 1 w) AIFM-RL bzw. § 17 Abs. 1 Satz 2 KAGB-E).

§ 36 KAGB-E

Abs. 1 Satz 1

In Abs. 1 Nr. 1 sollte zur Klarstellung eine Einschränkung der betroffenen Sachverhalte analog § 16 Abs. 1 Satz 1 InvG erfolgen.

Die Kapitalverwaltungsgesellschaft kann Aufgaben, die zur Durchführung ihrer Aufgaben gegenüber den Investmentvermögen wesentlich sind, auf ein anderes Unternehmen (Auslagerungsunternehmen) unter den folgenden Bedingungen auslagern:‰

Zwar enthält die AIFM-RL selbst keine entsprechend formulierte Einschränkung, doch ist Box 63 ESMA Final report ein entsprechendes Verständnis zu entnehmen. Auch die OGAW-RL selber enthält keine entsprechende Einschränkung auf wesentliche Aufgaben, doch hielt der Gesetzgeber offensichtlich schon bis dato eine entsprechende gesetzliche Klarstellung für rechtlich mit dem EU-Recht vereinbar. Hilfsweise ist eine entsprechende Klarstellung in der Gesetzesbegründung zu fordern.

Abs. 2

Abs. 2 sollte wie folgt formuliert werden:

sSoweit eine Auslagerung nicht der Genehmigung nach Absatz 1 Satz 3 bedarf, hat die Kapitalverwaltungsgesellschaft der Bundesanstalt eine Auslagerung im Sinne von Absatz 1 anzuzeigen, bevor die Auslagerungsvereinbarung in Kraft tritt.%%

Abs. 2 kann nur diejenigen Fälle der Auslagerung erfassen, die nicht von der BaFin genehmigt werden. Insofern sollte zum einen klargestellt werden, dass die genehmigungspflichtigen Fälle nicht nochmals angezeigt werden müssen. Weiter sollte klargestellt werden, dass die Anzeigepflicht sich auf Auslagerungsfälle i.S.d. Abs. 1 bezieht.

§ 82 Abs. 1

§(1) Die Verwahrstelle kann die Verwahrungsaufgaben nach § 81 auf ein anderes Unternehmen (Unterverwahrer) unter den folgenden Bedingungen auslagern:

1. []
2. []
3. []
4. die Verwahrstelle stellt sicher, dass der Unterverwahrer jederzeit bei der Ausführung der ihm übertragenen Aufgaben die folgenden Bedingungen einhält:
 - a) []
 - b) []
 - c) []
 - d) []
- e) der Unterverwahrer hält die Pflichten und Verbote nach den §§ 81 und 85 Absatz 1, 2 und 5 ein.%%

Erläuterung:

Der Verweis in §§ 82 Abs. 1 Nr. 4 lit. e auf § 85 Abs. 3 ist überflüssig, weil diese Vorgabe bereits in § 82 Abs. 1 Nr. 4 lit. d enthalten ist. Es fehlt in § 82 ein Verweis auf § 85 Abs. 5, damit ein Gleichlauf mit § 73 Abs. 1 Nr. 4 lit. d i.V.m. § 70 Abs. 4 erzielt wird.

§ 94 Abs. 2 S. 4

§Für die Mitteilungspflichten nach § 25 und § 25a des Wertpapierhandelsgesetzes gilt Satz 3 entsprechend.%%

§§ 145-157 KAGB-E (Geschlossene Investment KG)

In § 152 Abs. 2 (§ 148 Abs. 2 des Diskussionsentwurfs) wurden die Begrifflichkeiten dahingehend geändert, dass dort nur noch auf die Einlage und nicht auf die Kommanditeinlage Bezug genommen wird. Dies ist insofern sachgerecht, da erst bei Unterschreiten des eingezahlten Kommanditkapitals unter den Betrag der Hafteinlage eine erweiterte Außenhaftung i.S.d. § 172 HGB entsteht. Insbesondere bei Anlageformen, die einen relativ hohen handelsbilanziellen Aufwand in Folge von Abschreibungen, andererseits jedoch einen hohen operativen Cash Flow erwirtschaften (z.B. Flugzeuge, erneuerbare Energien), hätte die ursprüngliche Formulierung stets zu einem Eingreifen der Regelung des in § 152 Abs. 2 KAGB-E geführt.

Als Konsequenz sollte u.E. in § 155 KAGB-E (Anzeigepflicht BaFin sowie Anleger) nicht auf den Wert des Anfangskapitals (das im Zweifel als die Summe aller Kapitalkonten der KG verstanden werden kann), sondern auf die Summe von (i) Hafteinlagen der Kommanditisten sowie (ii) Einlagen der Komplementäre Bezug genommen werden.

Nach der Konzeption des KAGB-E ist es geschlossenen Publikums-AIF untersagt, Anlegern ein jährliches Rückgaberecht einzuräumen. Rückgaberechte mit längeren Laufzeiten sind jedoch grundsätzlich auch bei einem geschlossenen AIF zulässig (und durchaus auch in der internationalen Fondslandschaft vorhanden). Vor diesem Hintergrund sollte für geschlossene Investment-KGs, die in längeren Zeiträumen Kündigungsrechte einräumen, eine dem § 133 KAGB-E (für offene Investment-KG) vergleichbare Regelung . ggf. durch Gesetzesverweis . eingeführt werden. Dies gilt insbesondere für die in § 133 Abs. 2 KAGB-E enthaltene haftungsrechtliche Spezialregelung (die abweichend vom HGB-Regelstatut zu einem Ausschluss der Nachhaftung führt).

§ 200 Abs. 2 KAGB-E

Die vorgesehenen Änderungen der Regeln für Wertpapierdarlehen für Rechnung von inländischen OGAW-Fonds und anderen Investmentvermögen beruhen nicht auf der AIFM-RL und stoßen auf Kritik.

Eine der Änderungen hätte zur Folge, dass die von der BaFin und dem Gesetzgeber erst vor kurzem ausdrücklich anerkannte Möglichkeit zur Beauftragung eines Kreditinstituts als sog. Collateral Agent abgeschafft wird.

1. Geltender Rechtsrahmen für die Beauftragung eines Collateral Agent

Eine KAG darf für Rechnung eines OGAW Wertpapierdarlehen an Dritte gewähren, sofern diese ausreichend besichert werden. Die Anforderungen an die Sicherheiten sind in § 54 Abs. 2 InvG geregelt. Als Sicherheiten kommen Guthaben, Wertpapiere oder Geldmarktinstrumente in Betracht. Rechtlich kann die Gewährung der Sicherheiten auf verschiedene Weise erfolgen:

- Übertragung von Guthaben auf ein Sperrkonto bei der Depotbank des OGAW;
- Übertragung von Guthaben auf ein Sperrkonto bei einem anderen Kreditinstitut mit Sitz in der EU oder dem EWR oder ó unter bestimmten Voraussetzungen ó in einem Drittstaat (Zustimmung der Depotbank erforderlich);
- Verpfändung von Guthaben auf Konten bei einem der zuvor genannten Kreditinstitute;
- Übertragung von Wertpapieren / Geldmarktinstrumenten auf ein Sperrdepot bei der Depotbank;
- Übertragung von Wertpapieren / Geldmarktinstrumenten auf ein Sperrdepot bei einem geeigneten Kreditinstitut (Zustimmung der Depotbank erforderlich);
- Verpfändung von Wertpapieren / Geldmarktinstrumenten.

Bei der Einschaltung eines Collateral Agent handelt es sich um Variante 5 (Übertragung von Wertpapieren auf ein Sperrdepot bei einem geeigneten Kreditinstitut.)

Die Zulässigkeit dieses Modells wurde im Juli 2011 durch das OGAW-IV-UmsG klargestellt, das § 54 Abs. 2 S. 3 InvG einführte. Dies wurde zu Recht damit begründet, dass ein Gleichlauf mit den als Sicherheit gewährten Guthaben hergestellt werden sollte. So wie die als Sicherheit gewährten Guthaben bei der Depotbank oder einem geeigneten dritten Kreditinstitut unterhalten werden können, sollten auch die als Sicherheit übertragenen Wertpapiere sowohl bei der Depotbank als auch einem dritten geeigneten Kreditinstitut verwahrt werden können. Zum Schutz der Anleger wurde die Zustimmung der Depotbank vorgeschrieben (BT-Drs. 17/4510, S. 77).

Bereits zuvor war die Zulässigkeit des Modells durch die BaFin im Rundschreiben 6/2010 (WA) zu den Aufgaben und Pflichten der Depotbank nach den §§ 20 ff. InvG ausdrücklich anerkannt worden (vgl. III.1, VIII.3 des Rundschreibens).

2. Im Regierungsentwurf vorgesehene Änderungen

Die Regelungen des § 54 InvG zu Wertpapierdarlehen werden in § 200 KAGB-E überführt. Allerdings wird der Inhalt des erst im letzten Jahr eingeführten § 54 Abs. 2 S. 3 InvG nicht übernommen. Die Begründung zu § 200 KAGB-E führt hierzu ohne weitere Angaben von Gründen aus, dass zur Sicherheit übereignete Wertpapiere generell durch die Verwahrstelle (= jetzige Depotbank) zu verwahren sind. Außerdem wird darauf hingewiesen, dass die Möglichkeit der Unterverwahrung hiervon unberührt bliebe (Regierungsentwurf AIFM-UmsG, S. 482).

Diese Änderung ist aus folgenden Gründen nicht nachvollziehbar:

Eine Ungleichbehandlung von zur Sicherheit übertragenen Guthaben und Wertpapieren ist nicht gerechtfertigt. Da Guthaben weiterhin auch bei einem anderen Kreditinstitut als der Verwahrstelle unterhalten werden können, muss dies auch für Wertpapiere als Sicherheiten gelten.

Der Schutz der Anleger wird bei einer Übertragung der Wertpapiere an ein anderes Kreditinstitut nicht beeinträchtigt, da dies nur mit Zustimmung der Verwahrstelle möglich ist und die Verwahrstelle auch in diesem Fall zur Kontrolle der Sicherheiten verpflichtet ist (§ 76 Abs. 1 Nr. 4 KAGB-E).

Die Einbindung eines Collateral Agent als Unterverwahrer der Verwahrstelle ist keine praktikable Lösung: (i) Die Anzahl der depottechnischen Buchungen würde sich verdoppeln, da zunächst eine Übertragung der Wertpapiere vom Depot des Darlehensnehmers auf ein Konto des Fonds bei der Verwahrstelle und anschließend eine Verbuchung der so übertragenen Wertpapiere durch den Collateral Agent als Unterverwahrer erfolgen müsste. (ii) Verwahrstellen werden voraussichtlich mit Blick auf die Haftung für Unterverwahrer von einer Beauftragung von Collateral Agents als Unterverwahrer absehen; bei einer direkten Beauftragung des Collateral Agent durch die Kapitalverwaltungsgesellschaft haftet dieser unmittelbar gegenüber dem Fonds. (iii) Verwahrstellen sind häufig Unternehmen, die international in großem Umfang Custody-Dienstleistungen anbieten (sog. Global Custodians), und über ein eigenes Netzwerk an Unterverwahrern verfügen. Diese Verwahrstellen werden nicht bereit sein, einen Collateral Agent als weiteren Unterverwahrer anzubinden, zumal die Anbindung wegen der Haftungsrisiken einen aufwendigen internen Prüfungs- und Genehmigungsprozess auslöst. Damit können Fonds im Gegensatz zu anderen Marktteilnehmern nicht mehr auf die Expertise und technischen Lösungen zurückgreifen, die von einigen Kreditinstituten speziell für die Verwaltung von Sicherheiten entwickelt wurden. Diese Kreditinstitute haben für diese Zwecke Prozesse entwickelt, die den von der BaFin im Rund-

schreiben 6/2010 (WA) geforderten Informationspflichten und Kontrollmechanismen gerecht werden.

Daher sollte in § 200 Abs. 2 KAGB-E die Möglichkeit der Verwahrung von als Sicherheiten übertragenen Wertpapieren durch ein geeignetes Kreditinstitut (entsprechend der Regelung in § 54 Abs. 2 S. 3 InvG) aufgenommen werden.

§§ 219 und 221 KAGB-E

Die Anlagemöglichkeiten für Publikums-AIF sollten wie folgt um Anlagen in Spezial-AIF erweitert werden:

In § 219 Abs. 1 Nr. 2 sollte folgender Buchstabe c) eingefügt werden:

sc) Anteile an Spezial-AIF%

In Abs. 5 könnte dann ggf. ergänzend eine Quote für Anlagen in Spezial-AIF eingeführt werden, z.B. 20%.

Korrespondierend sollte in § 221 Abs. 1 der Katalog der Vermögensgegenstände um eine Nr. 5 erweitert werden:

sNr. 5 Anteile an Spezial-AIF%

In Abs. 3 könnte dann ggf. ergänzend eine Quote für Anlagen in Spezial-AIF eingeführt werden, z.B. 30%.

Erläuterung:

s. oben E. 2. (S. 9 der Stellungnahme)

§ 225 Abs. 6 Satz 3 KAGB-E

Hier sind hinter das Wort sVerwahrstelle% die Wörter soder der Prime Broker% einzufügen. § 225 Abs. 3 lässt ausdrücklich die Verwahrung durch einen Prime Broker zu. Dieser muss dann auch berechtigt sein, die Bestätigung des Wertes des Zielfonds vorzulegen.

§§ 293 ff. (Vertriebsvorschriften, sofern mit Drittstaatenbezug)

§ 293 KAGB-E

§ 293 Satz 2 KAGB-E sollte um folgende Ziffer 8 ergänzt werden:

8. Im Rahmen einer Finanzportfolioverwaltung gem. § 2 Abs. 3 Nr. 7 WpHG Anteile an AIF erworben werden, %

Erläuterung:

Der Erwerb von Anteilen an AIF durch einen Vermögensverwalter im Namen und für Rechnung seiner Kunden stellt u.E. keinen Vertrieb i.S.d. KAGB dar. Der Vermögensverwalter ist professioneller Anleger i.S.d. KAGB und im Innenverhältnis zu seinen Kunden gelten die einschlägigen KWG/WpHG-Vorschriften, so dass kein Erfordernis besteht, derartige Aktivitäten auch gesondert als Vertrieb unter dem KAGB zu erfassen.

§ 295 Abs. 3 KAGB-E (Abschaffung des Privatplatzierungsregimes)

§ 295 Abs. 3 KAGB-E differenziert beim Vertrieb von Nicht-EU-AIF (ausländischen AIF) durch einen EU-AIFM (EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft) bzw. beim Vertrieb von EU-AIF und Nicht-EU-AIF (ausländischen AIF) durch einen Nicht-EU-AIFM (ausländische AIF-Verwaltungsgesellschaft) grundsätzlich zwischen zwei Zeiträumen:

Erstens der Zeitraum von 2013 bis voraussichtlich 2015 (§ 295 Abs. 3 Nr. 1 KAGB-E) und zweitens der Zeitpunkt ab voraussichtlich 2015 (§ 295 Abs. 3 Nr. 2 KAGB-E), zu dem der EU-Verwaltungs- und Vertriebspass auch für Nicht-EU-AIFM eingeführt werden soll. Dies entspricht grundsätzlich den Vorgaben der AIFM-Richtlinie zur Drittstaatenregulierung. Zu bedauern ist, dass der Entwurf ohne nähere Begründung nicht von der durch die AIFM-Richtlinie vorgesehene Option, das bislang geltende Privatplatzierungsregime in Deutschland . gar bis 2018 . weiterzuführen, Gebrauch macht.

Richtig ist zwar, dass Art. 36 wie auch Art. 42 AIFM-RL den einzelnen Mitgliedstaaten bis zur Einführung des EU-Vertriebspasses für Nicht-EU-AIFM (kraft des delegierten Rechtsaktes nach Artikel 67 Abs. 6 der AIFM-RL) einen "verbösernden" nationalen Alleingang erlauben. Zu bedenken ist aber, dass die nunmehr umfassend geltende Pflicht zur Vertriebsanzeige bzw. die Aufhebung

des Privatplatzierungsregimes nicht nur die Kapitaleinwerbung von Anteilen an ausländischen AIF bei deutschen Investoren erschwert, sondern faktisch auch die Optionen von deutschen Investoren beschränkt, in renditeträchtige Drittstaatenfonds, sprich: mit Sitz ausserhalb der EU, zu investieren. Warum deutsche professionelle Anleger als einzige in Europa nicht mehr die Möglichkeit haben sollen, bis 2018 sich in einer aufsichtsfreien Privatplatzierung z.B. für Beteiligungen an US-amerikanischen Fonds beteiligen zu können, entbehrt jeglicher Grundlage . was im Folgenden noch näher erläutert werden soll.

Zu bedenken ist dabei v.a. auch, dass der Ausgleich für die Abschaffung des Privatplatzierungsregimes, namentlich: die Anteile grenzüberschreitend nach Durchführung eines Anzeigeverfahrens . wie es aus der OGAW-Richtlinie bekannt ist . mit einem EU-Vertriebspass zu vertreiben, für ausländische AIF-Verwaltungsgesellschaften und ihren ausländischen AIF bzw. EU-AIF erst ab voraussichtlich 2015 greift . vgl. § 295 Abs. 3 Nr. 2 KAGB.

Bereits dies führt zu einer . freilich in der AIFM-RL angelegten . Ungleichbehandlung von EU-AIFM und Nicht-EU-AIFM. Warum der deutsche Gesetzgeber aus der Ungleichbehandlung eine Schlechterstellung von Nicht-EU-AIFM machen bzw. ein (faktisches) Vertriebsverbot von zahlreichen ausländischen AIF einführen will, ist kaum nachvollziehbar.

Abschließend ist darauf hinzuweisen, dass § 295 Abs. 6 . wohl fälschlicherweise . auf den Zeitpunkt in Abs. 2 Nr. 1 verweist. U.E. muss dieser Verweis auf Abs. 2 **Nr. 2** gehen.

§ 307 Abs. 1 S. 2 Nr. 9

In § 307 sollte folgende redaktionelle Klarstellung vorgenommen werden:

s9. Eine Beschreibung, in welcher Weise die AIF-Verwaltungsgesellschaft den Anforderungen des § 25 Absatz 6 oder des Artikels 9 Absatz 7 der Richtlinie 2011/61/EU gereicht wird;‰

§ 343 Abs. 5 S. 1

In § 343 sollte folgende redaktionelle Klarstellung vorgenommen werden:

sAIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften im Sinne des Absatzes 1, die weder die Voraussetzungen des § 2 Absatz 4 oder des § 2 Absatz 5 erfüllen noch binnen der in Absatz 1 Satz 2 vorgesehenen Frist einen Erlaubnisantrag stellen oder denen die Erlaubnis gemäß § 23 versagt wurde, können mit Zustimmung von Anlegern, die mehr als 50 Prozent der Anteile des AIF halten, die Abwicklung des inländischen AIF binnen drei Monaten nach Ablauf der in Absatz 1 Satz 2 genannten Frist oder nach Versagung der Erlaubnis dadurch abwenden, dass sie die Verwaltung auf eine AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft übertragen, die über eine Erlaubnis nach §§ 20 und 22 verfügt und sich zur Übernahme der Verwaltung bereit erklärt.%%

(7) Werden Anteile oder Aktien von inländischen AIF von Anlegern gehalten, die diese Anteile oder Aktien vor dem 22. Juli 2013 zu einer Mindestinvestition von 200.000 Euro erworben haben, gelten diese Anleger als semi-professionelle Anleger im Sinne des § 1 Absatz 19 Nr. 33 a).%%

Erläuterung:

Entsprechend der Regelung in § 350 Abs. 2 für offene Spezial-AIF sollte auch für Zwecke des § 343 eine Erleichterung für die Qualifikation existierender AIF als Spezial-AIF vorgesehen werden.

§ 353 Abs. 6 S. 1

In § 353 sollte folgende redaktionelle Klarstellung vorgenommen werden:

sFür AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften, die geschlossene inländische AIF verwalten, die vor dem 22. Juli 2013 aufgelegt wurden, deren Zeichnungsfrist nicht vor dem 22. Juli 2013 abgelaufen ist und die nach dem 21. Juli 2013 Anlagen tätigen, gilt für die Verwaltung dieser geschlossenen AIF § 351 Absatz 1 bis 4 entsprechend, es sei denn sie erfüllen die Voraussetzungen des § 2 Absatz 4.%%

Erläuterung:

Der Verweis auf § 351 KAGB passt nicht für Fälle des § 2 Abs. 4, bei dem die Produktvorschriften des KAGB nicht anwendbar sind.

Gleichzeitig sollte folgender neuer Satz 2 in Abs. 7 aufgenommen werden:

NEU: § 353 Abs. 7 S. 2

§ Werden Anteile oder Aktien an geschlossenen AIF von Anlegern gehalten, die diese Anteile oder Aktien vor dem 22. Juli 2013 zu einer Mindestinvestition von 200.000 Euro erworben haben, gelten diese Anleger als semi-professionelle Anleger im Sinne des § 1 Absatz 19 Nr. 33 a).%

Erläuterung:

Entsprechend der Regelung in § 350 Abs. 2 für offene Spezial-AIF sollte auch für geschlossene AIF eine Erleichterung für die Qualifikation als Spezial-AIF vorgesehen werden.

Stand: 11.03.2013

Kontakt:

Bundesverband Alternative Investments e.V.

Frank Dornseifer

-Geschäftsführer Recht und Policy-

Poppelsdorfer Allee 106

53115 Bonn

Deutschland

Tel.: +49-(0)228-96987-50

Fax: +49-(0)228-96987-90

E-mail: dornseifer@bvai.de

Der Bundesverband Alternative Investments e. V. (BAI) ist die zentrale Interessenvertretung der Alternative Investment-Branche in Deutschland. Der Verband versteht sich dabei als Katalysator zwischen professionellen deutschen Investoren und den besten Anbietern von Alternative Investment Produkten weltweit. Er setzt sich dafür ein, dass deutsche institutionelle bzw. professionelle Investoren ihre Kapitalanlage im Hinblick auf so genannte „Alternative Investments“ einfacher und besser diversifizieren können, insbesondere im Hinblick auf die langfristige Sicherung der deutschen Altersvorsorge. Zu den satzungsmäßigen Aufgaben des BAI gehört insbesondere die Steigerung des Bekanntheitsgrades von alternativen Anlagestrategien und die Verbesserung deren Verständnis in der Öffentlichkeit. Der BAI führt den Dialog mit den politischen Entscheidungsträgern sowie den zuständigen Aufsichtsbehörden. Darüber hinaus pflegt der Verband den Austausch mit nationalen und internationalen Organisationen und Verbänden. Er verfolgt das Ziel, gesetzliche Reformen sowie eine Rechtsfortbildung im Interesse der Mitglieder und deren Anleger zu erreichen und damit attraktive und international wettbewerbsfähige Rahmenbedingungen für die Anlage in Alternative Investments zu schaffen. Der Kreis der BAI-Mitglieder, die sich aus allen Bereichen des professionellen Alternative Investments Geschäfts rekrutieren, ist zwischenzeitlich auf ca. 130 Unternehmen angewachsen.

