

## „Zusätzlicher Verkaufsanreiz“

Rechtsanwalt Prof. Dr. Thomas Zacher zur Frage, ob im Fall einer Rückforderung von Ausschüttungen der neue Anteilseigner oder der Vorbesitzer die Rückzahlung zu leisten hat.

Zweitmarktfonds erwerben in der Praxis meist nicht unmittelbare Kommanditbeteiligungen, sondern letztlich nur die Treugeberstellung. Wenn sie diese vom bisherigen Anleger erwerben, geht auch eine Freistellungsverpflichtung wegen früherer Ausschüttungen gegenüber dem Treuhandkommanditisten auf sie über, soweit nichts anderes bestimmt wird. In der Praxis wird dieser Punkt aber meist konkret im Übertragungsvertrag zwischen Anleger und Zweitmarktfonds geregelt.

Entweder erfolgt eine bewusste Freistellung des bisherigen Anlegers durch den Zweitmarktfonds, zum Beispiel als zusätzlicher Verkaufsanreiz, oder der Zweitmarktfonds sichert sich umgekehrt durch eine entsprechende Rückbelastungsmöglichkeit gegenüber dem Altanleger ab, sollte er später aufgrund früherer Ausschüttungen in Anspruch ge-



Thomas Zacher, Kanzlei Zacher & Partner

nommen werden. Aus praktischer Sicht sehen viele Zweitmarktfonds diese Variante aber kritisch, weil sie dann im Falle einer Inanspruchnahme (oftmals nach Jahr und Tag) erst ihren früheren Beteiligungsverkäufer in Anspruch nehmen müssten.

Die gleichen Regeln gelten im Übrigen auch dann, wenn ausnahmsweise doch unmittelbar im Handelsregister eingetragene Kommanditbeteiligungen übertragen werden. Mit dem Rechtsnachfolgevermerk geht auch die beim Altgesellschafter gegebenenfalls begründete Rückzahlungsverpflichtung auf den Zweitmarktfonds als neuen Gesellschafter über. Der bisherige Anleger unterliegt im Außenverhältnis jedoch einer parallelen Nachhaftung von fünf Jahren. Im Innenverhältnis wird meist ausdrücklich geregelt, wer letztendlich dieses Risiko zu tragen hat.

zung auf jeden Fall: „Für neue Zweitmarktfonds wird es voraussichtlich über Jahre hinweg keine geeigneten Zielfonds geben, da insoweit die Beschränkung auf regulierte Fonds eindeutig ist.“ Neue „KAGB-Zielfonds“ sind aber gerade erst auf dem Markt und in der Regel dauert es einige Jahre ab Platzierungsstart, bis Anteile eines Fonds am Zweitmarkt gehandelt werden.

Für Altfonds besteht laut Zacher zumindest eine Interpretationsunsicherheit: „Deshalb greifen derzeit viele ‚alte‘ Zweitmarktfonds zu Notlösungen, indem sie nicht mehr unmittelbar Anteile an Zielfonds erwerben, sondern eine mehrstufige Finanzierung vornehmen, zum Beispiel über Inhaberschuldverschreibungen.“

Laut Brinker gibt es aber durchaus Lösungen für das Problem, dass neue Secondhand-Fonds nur in KAGB-konforme Fonds investieren dürfen. Ein möglicher Weg sei die Investition über einen inländischen Spezial-AIF, der indirekt in Sachwerte im Sinne des Paragraphen 261 Absatz 2 Nummer 1 KAGB investiert. „Wie wir am Beispiel des HTB 6. Immobilien Portfolio sehen, gibt es weiterhin Zweitmarktfonds, deren Konzept sich

auch unter dem KAGB kaum verändert hat“, sagt Brinker. Eine Beschränkung auf KAGB-konforme Produkte auch auf den Handelsplattformen halten die Chefs der Maklerunternehmen nicht für praktikabel. „Dies würde Anleger, die in der Vergangenheit geschlossene Fonds gezeichnet haben, klar benachteiligen und einer Exit-Möglichkeit berauben“, betont Schmidt. Sofern die Auflage eines Produktformats am Erstmarkt rechtlich zulässig ist, sollte seiner Auffassung nach auch der Handel am Zweitmarkt und damit die Fungibilität gewährleistet sein.

### Steigende Umsätze erwartet

Er erwartet, dass das KAGB in den nächsten Jahren für neues Vertrauen in eine Vielzahl von Produktformaten sorgen wird. Allerdings setze jede unternehmerische Beteiligung einen gewissen Kenntnisstand der handelnden Akteure voraus. „Anleger, die in nicht-regulierte Produktformate wie partiarische Darlehen investieren, sind sich der daraus resultierenden Chancen und Risiken bewusst“, so Schmidt.

Gadeberg weist zudem darauf hin, dass Produkte am Zweitmarkt bereits ihre Funktionstüchtigkeit und Performance

unter Beweis gestellt haben. „Wir müssen allerdings daran arbeiten, dies so transparent wie möglich darzustellen. Wer möchte, dass seine Produkte auf dem Zweitmarkt gehandelt werden, muss aussagekräftige Berichte und Informationen zur Verfügung stellen“, fordert er.

Für das kommende Jahr rechnen Fondsbörse und DZAG mit steigenden Handelsumsätzen. „Vor allem private Käufer sehen sich auf dem Zweitmarkt nach neuen Anlageoptionen um, attraktive Angebote besonders bei Immobilienfonds stärken die Nachfrage“, sagt Schmidt. Die Marktkonzentration Sorge für eine weitere Professionalisierung des Zweitmarkts, bei gleichzeitiger Erhöhung des Bekanntheitsgrades. Dabei werden nach Einschätzung von Gadeberg Immobilienfonds weiter die mit Abstand meistgehandelte Assetklasse sein – an Bedeutung gewinnen könnten aber auch Private-Equity-, Flugzeug- und Energiefonds. Welche Rolle Zweitmarktfonds angesichts der Regulierung künftig noch auf den Handelsplattformen spielen werden, bleibt abzuwarten. Das KAGB erweist sich auch hier als harter Brocken. ■

Kim Brodtmann, Cash.