

# Übergang oder Untergang

**GESCHLOSSENE FONDS** Die AIFM-Richtlinie und das kommende Kapitalanlagegesetzbuch werden die Regeln für geschlossene Fonds radikal verändern. Aktuell stellt sich daher die Frage, ob bereits aufgelegte Fonds verschont bleiben oder hierdurch sogar eine „Konservierung“ der derzeitigen Regelungen gesichert werden kann.

Die AIFM-Richtlinie kommt definitiv zum 22. Juli 2013 im Rahmen des AIFM-Umsetzungsgesetzes auf die Branche zu. Kernelement dieses im Entwurf bereits bekannten Gesetzes, welches mit vollem Namen „Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 211/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds“ heißt, wird das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) sein. Es soll umfassend die Welt der Investmentvermögen regeln und dabei die unterschiedlichen Regelungen für offene (Investment)fonds und geschlossene Fonds vereinheitlichen. Diese Maßnahmen sind Teil eines Programms der europäischen Kommission, das alle bisher unregulierten Akteure und finanzmarktorientierten Tätigkeiten, einer Regulierungsaufsicht unterwerfen will. Der Regulierungsansatz ist dabei weniger auf die Fonds bezogen, als vielmehr auf die Verwalter.

Geschlossene Fonds im bisherigen Sinne werden hiermit zu AIF (Alternative Investmentfonds), die Verwaltung des Fonds zu einem Alternative Investmentfonds Manager – daher die Kurzbezeichnung AIFM. Während in Wertpapiere investierende Investmentvermögen nunmehr OGAW heißen (Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren), werden die bisherigen geschlossenen Fonds dann AIF sein. Die Unterscheidung zwischen offenen und geschlossenen Fonds erfolgt dabei nicht wie bisher durch die rechtliche Konstruktion, sondern allein über den Rückgabemodus. Offen sind Investmentvermögen, wenn die Anleger mindestens einmal jährlich ihre Anteile zurückgeben können.

Alle übrigen alternativen Investmentvermögen fallen daher unter die Kategorie „geschlossene AIF“. Die gesetzliche Entscheidung nach einer „Rückgabemöglichkeit“ zeigt, wie schwer sich Brüssel mit den überwiegend deutschen geschlossenen Fonds tut. Da die Beteiligung an einer Publikums-personengesellschaft der Struktur nach eine echte unternehmerische Beteiligung ist, kann man individuell von Kündigung oder Übertragung der Beteiligung



Thomas Zacher: „Es gibt keinen generellen Bestandsschutz in Sachen AIFM.“

und insgesamt von Auflösung der Gesellschaft kaum sprechen; eine „Rückgabe“ im eigentlichen Sinne gibt es aber nicht. Die kritische Einstellung zu AIF wird auch dadurch deutlich, dass die AIFM-Richtlinie im Prinzip davon ausgeht, dass ein Vertrieb solcher Investmentvermögen lediglich an professionelle Anleger erfolgt.

Nach der Konzeption der Richtlinie ist der Vertrieb an Privatkunden grundsätzlich nicht zulässig, was seine Grundlage in Artikel 31 Abs. 6 der Richtlinie findet. Tatsächlich werden Beteiligungen, die zukünftig als AIF-Anteile zu qualifizieren sind, gerade auch in Deutschland an Privatkunden vertrieben. Auch das KAGB lässt dieses zu. Die grundsätzliche Skepsis gegenüber AIF im Vertrieb an Privatkunden zeigt sich in zahlreichen Neuregelungen. Die wichtigsten Kernvorgaben sind:

- Positiv-Katalog der ausschließlich zugelassenen Investitionsgegenstände
- Vorgabe der zulässigen Rechtsformen, dabei nur noch AG und (GmbH & Co.) KG zulässig, in jedem Fall aber Aufsichtsrat zwingend

- Zwang zur Risikodiversifizierung bei geschlossenen Publikums-AIF; ein-Objekt-Fonds sind nur noch für professionelle und semi-professionelle Anleger zulässig
- Begrenzung des Leverage-Effektes durch eine Kreditaufnahme bis maximal 30 Prozent und weitere Regelungen
- Verwaltung des Fondsvermögens nur noch durch interne oder externe Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVG), welche eine BaFin-Zulassung benötigen
- Eigenkapitalanforderungen für die Verwaltungsgesellschaften
- Umfassende Regelungen zum Risikomanagement und den Verwaltungsprozessen
- Einrichtung einer separaten Verwahrstelle für jeden Fonds
- Laufende Bewertung der Investitionsgegenstände und der Anteilswerte durch externe Bewerter

Die im Einzelnen zum Teil noch in der Diskussion befindlichen Details können hier nicht alle dargestellt werden. Selbst die genannten und als solche schon feststehenden Eckpunkte zeigen aber, dass ganz erhebliche neue Anforderungen auf die bisherigen geschlossenen Fonds zukommen, welche zu komplexeren Strukturen und zum Teil auch höheren Kosten führen werden. Während dies letztlich von manchen Initiatoren im Sinne einer Marktberuhigung und im Hinblick auf ein besseres „Standing“ in der öffentlichen und politischen Wahrnehmung befürwortet wird, sehen viele hier unnötige Regelungsüberhänge, welche aus der Welt der klassischen Investmentfonds ohne sachlichen Grund übernommen wurden.

Für alle stellt sich aber die Frage, was mit denjenigen geschlossenen Fonds passiert, welche noch vor dem 22. Juli 2013 das Licht der (Finanz)-Welt erblickt haben. Entsprechend dem eingangs erwähnten Grundsatz, dass AIF im Vertrieb an Privatanleger in Brüssel grundsätzlich kritisch gesehen werden, gibt es keinen generellen Bestandsschutz. Auch der deutsche Gesetzgeber ist hier im Entwurf des KAGB nur zu geringen Konzessionen bereit. Vier Grund-

fälle sind für die Frage der Übergangsregelungen zu unterscheiden:

**1. Echten Bestandsschutz** genießen nur inländische Fonds, deren Zeichnungsfrist vor dem 22. Juli 2013 abgelaufen ist und die nach diesem Stichtag keine zusätzlichen Anlagen tätigen (§ 321 Abs. 1 E-KAGB). Diese in der Rechtsfolge eindeutige Befreiung von den neuen Regelungen bringt aber bereits Auslegungsschwierigkeiten mit sich. So findet sich in Gesellschaftsverträgen oft die (sinnvolle) Regelung, dass Zeichnungsfristen (durch das Management oder die Entscheidung der bisher beigetretenen Anleger und unter weiteren Bedingungen) verlängert werden können. Damit kann ein entsprechender Fonds aus dem Bestandsschutz „herauswachsen“.

Da es aber immerhin nur auf die Zeichnungsfrist, nicht auch auf die (volle) Einzahlung des vereinbarten Kapitalanteils ankommen soll, sind zumindest bereits ausplatzierte Fonds mit von vorne herein geregelter rätierlicher Kapitalaufbringung geschützt. Problematisch sind wiederum die Fälle, in denen zum Beispiel Ausschüttungen durch eine ad-hoc-Entscheidung in Aufstockungen der Einlage umgewandelt werden können oder in denen – beispielsweise im Rahmen von Sanierungsentscheidungen, aber auch bei sehr erfolgreichen Projekten – im Rahmen von Gesellschafterentscheidungen eine Kapitalerhöhung beschlossen wird. Wirtschaftlich sind solche Vorgänge einer „Nachzeichnung“ sehr ähnlich, wobei die zweite Fallgruppe sicher noch „gefährdeter“ im Hinblick auf den Verlust des Bestandsschutzes ist.

Auch die zweite Bedingung – keine zusätzlichen Anlagen nach dem 22. Juli 2013 – birgt Diskussionspotenzial mit der BaFin. Einige Fonds sehen vor, dass die Investitionen in die entsprechenden Assets sukzessive aufgestockt werden. Nachinvestitionen können auch zur Stabilisation einer kritischen Investition oder gerade bei besonders erfolgreichen Assets sinnvoll sein, etwa wenn andere Mittel frei geworden sind. Überwiegend wird der Begriff der „zusätzlichen Anlagen“ derzeit rein wirtschaftlich interpretiert, so dass damit auch solche Vorgänge den Verlust des Bestandsschutzes nach sich ziehen könnten. Betont man hingegen das Adjektiv „zusätzlich“, kann man die Aufstockung des Engagements in ein bereits vorhandenes Asset unschädlich ansehen. Für die Praxis sollten hier noch sinnvolle Ausnahmeregelungen zumindest für „Notfälle“ geschaf-

fen werden, damit der Fonds nicht gezwungen ist, zur Vermeidung des „vollen Programms der Neuregelungen“ Kapital auszuschütten, anstatt es sinnvoll zu reinvestieren.

**2. Für geschlossene inländische Fonds, die am 21. Juli 2011 ausplatziert waren,** gilt eine besondere Übergangsregelung, wenn ihre Laufzeit am 22. Juli 2016 endet. Hier sind nur einige besondere Rechnungslegungsvorschriften und besondere Vorschriften im Falle von Private-Equity-Fonds zu beachten. Investitionen und Strukturen dürfen aber nach altem Recht fortgeführt werden. Der Gesetzeswortlaut spricht allerdings eindeutig von „aufgelegt wurden“, so dass eine spätere oder gar jetzt noch vorgenommene Verkürzung der Laufzeit diesen „Bestandsschutz light“ nicht mehr gewährleisten dürfte.

**3. Für Fonds, deren Emissionsphase aktuell noch andauert,** könnte die dritte Übergangsregelung in Betracht kommen. Wenn die Zeichnungsfrist vor dem 22. Juli 2013 endet, aber Investitionen danach noch getätigt oder aufgestockt werden, gilt ein Mittelweg. Diese Fonds dürfen zunächst ihre Investitionen noch weiter führen. Sie müssen allerdings innerhalb eines Jahres die entsprechende Erlaubnis nach dem neuen KAGB-Regime beantragen und ab dem Tag der Erlaubnis den größten Teil der materiellen Neuregelungen erfüllen.

Die Übergangsfrist von einem Jahr erscheint zunächst recht großzügig. Da allerdings ein gewisser Antragsstau zu erwarten ist und überdies mit dem Tag der Erlaubnis der Regelungskanon erfüllt werden muss, sollten diese Fonds in der Praxis schon bald ihre Strukturen entsprechend ausrichten. Die eingeschränkten Produktregeln nach dem KAGB müssen diese Fonds jedoch nicht berücksichtigen. Allerdings gibt es hierbei ein Risiko. Wird die Erlaubnis versagt, muss der Fonds abgewickelt werden.

**4. Fonds, die unter keine der genannten Sonderregelungen fallen,** dürfen nach dem 22. Juli 2013 nicht mehr nach altem Recht geführt werden. Vielmehr gilt für sie das „volle Programm“. Da viele der Detailregelungen und die dazu erforderlichen Ausführungsbestimmungen noch nicht feststehen und überdies die Prüfungsfristen für die BaFin recht großzügig ausgestaltet sind, wird damit gerechnet, dass es nach dem Stichtag bis zu zehn Monaten dauern

kann, bis der erste „neue“ geschlossene AIF platziert werden kann. Der ein oder andere Initiator wird daher überlegen, seine Platzierungsphase für einen noch anstehenden Fonds „taktisch“ auf den Stichtag abzustellen, damit er noch in die Fallgruppe 3 fällt und damit keinen „Stillstand“ zu befürchten hat. Ansonsten kann allenfalls die letzte Übergangsregelung des § 321 Abs. 5 E-KAGB helfen. Wenn der Verkaufsprospekt vor dem 22. Juli 2013 gebilligt wurde und mindestens ein Anleger vor diesem Stichtag gezeichnet hat, ist zwar eine Erlaubnis nach den neuen Regeln zu beantragen. Bis dahin gelten aber (nur) die alten Anforderungen des Vermögensanlagegesetzes. Auch hier gilt eine Jahresfrist, so dass ein beigetretener Anleger vor dem 22. Juli 2013 zumindest für die Prospektierung eine Schonfrist bewirken kann. Nachteilig ist die Umstellung des Prospekts während der laufenden Platzierung.

Mancher stellt sich die Frage, ob man dem neuen Regelwerk nicht insgesamt ausweichen kann. Dabei ist zunächst wichtig, dass nach dem neuen Recht eindeutig der „materielle Investmentbegriff“ gilt. Es kommt damit nicht auf die formale Struktur, sondern inhaltlich darauf an, ob der betreffende „Organismus“ von einer Anzahl von Anlegern Kapital im Sinne einer festgelegten Anlagestrategie einsammelt.

Eine bestimmte Anzahl von Anlegern ist dabei ebenso wenig Voraussetzung wie ein öffentliches Angebot, so dass der bisherige Gedanke des „Private Placement“ kein Ausweg aus der Welt des KAGB und der AIF mehr ist. Bei dem denkbar weiten Gesetzeswortlaut ist es schon schwer, Family Offices und von den Beteiligten selbst gegründete Vermögensverwaltungsgesellschaften hiervon auszunehmen, obwohl diese nicht von der Regelung betroffen sein sollen. Da das gemeinsame Pooling von Anlegergeldern immerhin Voraussetzung sein soll, dürften derzeit Genussrechte, Namensschuldverschreibungen und gewisse Anleiheformen nicht unter das neue Regime fallen.

Da der Wind aus Brüssel jedoch weiterhin in Richtung einer einheitlichen und umfassenden Regulierung aller Anlageformen weht, stehen langfristig hierdurch keine weniger regulierten Ersatzinstrumente zur Verfügung, auf die sich strategisch aufzubauen lohnt. ■

Autor Professor Dr. jur. **Thomas Zacher** ist Partner der Kanzlei Zacher & Partner Rechtsanwälte in Köln