

Immobilienkapitalmarkt 2013

Das Kapitalanlagegesetzbuch

Die Zukunft der Fondsbranche hat begonnen



Eine Publikation von

Deutscher
AnwaltSpiegel

F.A.Z.-INSTITUT

KING & SPALDING

KING & SPALDING

King & Spalding LLP, vor 128 Jahren in Atlanta gegründet, ist eine der führenden internationalen Wirtschaftskanzleien mit mehr als 1.100 Rechtsanwälten an 17 Standorten in den Vereinigten Staaten, in Europa, in Asien und im Nahen Osten.

Zu unseren Mandanten, die wir oft seit Jahrzehnten und auf sämtlichen Gebieten des Wirtschaftsrechts beraten, zählt die Hälfte der 100 größten Unternehmen der Welt (*Fortune 100*).

Schwerpunkte unserer deutschen Praxis sind

- **Investmentrecht/Aufsichtsrecht**
- Immobilienrecht
- Steuerrecht/Investmentsteuerrecht
- Schiedsverfahren und Prozessrecht
- Finanzierungen
- Gesellschaftsrecht/M&A

Das Leistungsspektrum unserer Aufsichtsrechts- und Fondspraxis umfasst insbesondere

- die aufsichts-, steuer- und gesellschaftsrechtliche Beratung bei der Gründung von Kapitalverwaltungsgesellschaften sowie bei der Auflage und Verwaltung von Publikums- und Spezial-Sondervermögen sowie geschlossenen Fonds;
- die aufsichtsrechtliche, steuerrechtliche und sonstige umfassende Beratung von Kapitalverwaltungsgesellschaften bei der Strukturierung und Optimierung ihrer in- und ausländischen Aktivitäten sowie bei der Entwicklung hochkomplexer deutscher und ausländischer Produkte und Strukturen;
- die vollumfängliche Betreuung von Immobilien- und sonstigen Investoren bei der Durchführung ihrer deutschen und weltweiten Immobilien- und Gesellschaftstransaktionen und deren Finanzierung;
- die Komplettberatung von Immobiliengesellschaften, offenen und geschlossenen Fonds, institutionellen Investoren und Assetmanagern in sämtlichen Bereichen des Immobilienwirtschaftsrechts einschließlich des Assetmanagements.

Daneben haben wir in Frankfurt am Main eine spezialisierte deutsche und internationale Schieds- und Prozessrechtspraxis etabliert, die Teil unserer global marktführenden Global Disputes Group ist. Uns vertrauen deutsche und ausländische Mandanten bei ihrer Vertretung vor Schieds- und ordentlichen Gerichten. Neben grenzüberschreitenden wirtschaftsrechtlichen Auseinandersetzungen aus verschiedenen Branchen sind wir auf Verfahren zur Durchsetzung von Auslandsinvestorenrechten sowie die Prozessvertretung in unseren sonstigen Schwerpunktbereichen spezialisiert.

Bei grenzüberschreitenden Investments und internationalen Schiedsverfahren überzeugen wir unsere Mandanten durch optimale Betreuung „aus einer Hand“ unter effizienter Zusammenarbeit mit unseren lokalen Büros und den Experten unseres hervorragenden internationalen Netzwerks.

King & Spalding LLP
Taunusanlage 1
60329 Frankfurt am Main
Tel. + 49 (69) 257 811 000
Frankfurt@kslaw.com
www.kslaw.com



Editorial

Liebe Leserinnen, liebe Leser,

vor Ihnen liegt die Ausgabe 2013 unserer Publikation „Immobilienkapitalmarkt“.

Ihr erneut überwältigend positiver Zuspruch auf die letztjährige Ausgabe veranlasst den Eindruck, dass sich unsere Publikation auf dem Markt etabliert hat, und bestärkt uns in unserem Anspruch, Ihnen als den Teilnehmern des Immobilienkapitalmarkts auch im Rahmen dieser Publikation – vor dem Hintergrund berufslebenslanger Tiefenerfahrung in der regulierten Fondsindustrie – maßgeschneidert, fokussiert, praxisnah und pragmatisch zur Seite zu stehen – eben „anders als andere“.

Nachdem wir uns im vergangenen Heft mit der AIFM-Richtlinie als dem zweifellos materiell relevantesten, wenn auch zu dieser Zeit noch großflächig ignorierten (und auch von jener Beraterschaft, die die Regulierung jetzt als neues Hobby – und nun selbstverständlich als vermeintlichen Schon-immer-Schwerpunkt ihrer Tätigkeit – entdeckt hat, noch unbeachteten) Thema befasst haben, überrascht nicht, dass wir uns diesmal dem Kapitalanlagegesetzbuch zuwenden. Dieses tritt zum Zeitpunkt des Erscheinens dieser Publikation in Kraft. Das KAGB stellt den tiefsten Eingriff in die Immobilienfondsindustrie seit Jahrzehnten dar und wird diese nachhaltig verändern – wie wir meinen: positiv.

Natürlich hat dieses Heft nicht das Ziel der Vollständigkeit. Es soll einen Überblick verschaffen und Impulse setzen. Erneut haben unsere Betrachtungen in erster Linie den Immobilienkapitalmarkt im Blick, gelten aber entsprechend für die gesamte Fondsindustrie.

Wir wünschen Ihnen eine angenehme und hilfreiche Lektüre und freuen uns auf Ihr Feedback.

Ihr King & Spalding-Team

Inhalt



6

Das Inkrafttreten des KAGB: Finalisierung des Grauens oder Verheißung?
Der neue Immobilienkapitalmarkt nimmt Gestalt an*Mario Leißner*

10

Spielfeld mit unscharfen Grenzen
Der Anwendungsbereich des KAGB*Dr. Sven Wortberg*

13

Vielfalt mit klaren Trennlinien
Formen von Immobilien-Investmentfonds nach dem KAGB*Dr. Andreas Böhme*

16

Alle wichtigen Umstellungen jetzt in Angriff nehmen
Vertragswerke offener Immobilien-Sondervermögen – welche Übergangsregelungen gilt es zu beachten?*Nicole Bittlingmayer*

19

Relevante Änderungen beachten
Immobilien-Sondervermögen: alt und neu*Alexandra Weis*

24

Immer eine Lösung parat
Übergangsregelungen für geschlossene Fonds*Dr. Sven Wortberg*

26

Ordnungsgemäße Einbindung von Dritten
Auslagerung nach Maßgabe des KAGB*Olaf M. Jacobsen*

31

Anreize ohne Risiken schaffen**Vergütungssysteme nach dem KAGB***Cüneyt Andac, LL.M. oec.*

35

Oftmals Strategiewechsel nötig**Der Vertrieb von AIFs nach dem KAGB***Dr. Philipp Wösthoff*

38

Sensibler Umgang gefragt**Die Finanzierung von Immobilienfonds nach dem KAGB***Dr. Andreas Böhme*

41

Ende der Transparenz oder Chance zur Neuausrichtung?**Die Regelungen des AIFM-Steueranpassungsgesetzes***Dr. Axel Schilder, StB*

ab 45

Service**Autoren im Überblick, Sozietätsportrait, Kontakt****Impressum****Herausgeber**Deutscher AnwaltSpiegel, King & Spalding,
F.A.Z.-Institut, German Law Publishers

© Juli 2013

VerlagF.A.Z.-Institut für Management-,
Markt- und Medieninformationen GmbH
Geschäftsführung: Volker Sach
Frankenallee 68-72
60327 Frankfurt am Main
HRB Nr. 53454
Amtsgericht Frankfurt am Main
Telefon: +49 (0)69 75 91-24 17
Fax: +49 (0)69 75 91-80 24 17**German Law Publishers GmbH**Verleger: Prof. Dr. Thomas Wegerich
Stalburgstr. 8
60318 Frankfurt am Main
Telefon: +49 (0)69 75 91-21 44
Fax: +49 (0)69 75 91-80 24 17**Projektmanagement**Jan Voosen
F.A.Z.-Institut für Management-,
Markt- und Medieninformationen GmbH
Telefon: +49 (0)69 75 91 24 17
Fax: +49 (0)69 75 91 80 24 17
E-Mail: j.voosen@faz-institut.de
Internet: www.faz-institut.de**Redaktion**

Thomas Wegerich (German Law Publishers)

Layout

Nina Jochum (F.A.Z.-Institut)

Titelfoto

istockphoto.com/contour99

HaftungsausschlussAlle Angaben wurden sorgfältig recherchiert
und zusammengestellt. Für die Richtigkeit und
Vollständigkeit des Inhalts übernehmen Verlag,
Redaktion, Herausgeber und Autoren keine
Gewähr.

Das Inkrafttreten des KAGB: Finalisierung des Grauens oder Verheißung?

Der neue Immobilienkapitalmarkt nimmt Gestalt an

Et voilà! Es ist angerichtet: Im Ergebnis geradezu leise und, was ein wenig überrascht, gleichsam umgeben von einer Aura großer Selbstverständlichkeit tritt das Kapitalanlagegesetzbuch in Kraft. Durch die vom Gesetzgeber aus den Angeln gehobene Tür des deutschen Immobilienkapitalmarkts tapst ein Wesen, das fremd anmutet und bereits ob seiner schieren Größe Respekt einflößt. Noch nicht jedem Hausbewohner ist wirklich klar, wie er dieses Wesen begrüßen soll, sind doch dessen Sozial- und insbesondere Ernährungsverhalten noch nicht hinreichend sicher bestimmt. Daran ändert auch nichts die vorab durchgeführte wissenschaftliche Forschung – zu einer Zeit, in welcher das Wesen noch von außen durch das Fenster schaute, während es mit hoher Frequenz sein Aussehen änderte. Immerhin ließ sich dank gewisser Ähnlichkeit bereits zur dieser Zeit feststellen, dass es zumindest in einer Linie von einem Bekannten abstammt: dem deutschen Investmentrecht. Die andere Abstammungslinie freilich deutete auf nichts Gutes hin, hatte sie doch ihren Ursprung in Brüssel und war schon deshalb suspekt.

Doch blicken wir zurück. Nachdem das Europäische Parlament am 11.11.2010 die Directive on Alternative Investment Fund Managers (AIFM-Richtlinie) verabschiedet hatte, wurde diese am 01.07.2011 im Amtsblatt der Europäischen Union veröffentlicht und trat am 20.07.2011 in Kraft. Während es sich bei der Richtlinie um den ersten Schritt (Level 1) im sogenannten Lamfalussy-Verfahren nach dem Vertrag von Lissabon handelte, sollten diesem als sogenannte Level-2-Maßnahmen diverse Durchführungsvorschriften der Europäischen Union auf der Basis von Entwürfen der European Securities and Markets Authority (ESMA) ebenso wie die Entwicklung von Leitlinien und Empfehlungen für eine effiziente Aufsicht und eine einheitliche Anwendung von Unionsrecht sowie die verstärkte Kontrolle durch die ESMA und, noch weiter, Bestimmungen zur weiteren Rolle der ESMA im Hinblick auf Aufsicht und Kontrolle zur

wirksameren Durchsetzung des Rechts der Europäischen Union folgen. Die Mitgliedsstaaten der Europäischen Union hatten nach Inkrafttreten der AIFM-Richtlinie zwei Jahre Zeit, diese in nationales Recht umzusetzen. Vorbildlich wie stets legte das Bundesministerium der Finanzen bereits nach exakt einem Jahr, nämlich am 20.07.2012, den Verbänden einen ersten, insbesondere von der Immobilienfondsbranche mit Spannung erwarteten, Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie zur Stellungnahme vor. Der Diskussionsentwurf nahm für sich in Anspruch, mit dem darin bereits als solches bezeichneten Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) ein in sich geschlossenes Regelwerk für Investmentfonds und deren Manager zu schaffen. Hiernach diene der Entwurf des Gesetzes nicht nur der Umsetzung der AIFM-Richtlinie, sondern integrierte ferner unter Aufhebung des Investmentgesetzes dessen bisherige Regelungen zur Umsetzung der OGAW-Richtlinie und nahm darüber hinaus die für die Anwendung der Europäischen Verordnung über Risikokapitalfonds und der Europäischen Verordnung über Europäische Fonds für Soziales Unternehmertum erforderlichen Regelungen auf. Der KAGB-Entwurf enthielt detaillierte Vorschriften zur Regulierung von Investmentfonds, wobei im Hinblick auf Regelungsbedarf und -gehalt danach differenziert wurde, ob es sich um offene oder geschlossene bzw. um Publikums- oder Spezialfonds handelt. Anknüpfend an die diversen Investitionsgegenstände, sollten unterschiedliche Regelungen für verschiedene Investmentfondsarten Anwendung finden. Etwa sollten offene Publikumsfonds lediglich als gemischte Sondervermögen, sonstige Investmentvermögen oder Dachhedgefonds aufgelegt werden, geschlossene Publikumsfonds hingegen etwa nur noch einen Numerus clausus von Assetklassen zum Investitionsgegenstand haben dürfen. Offene Spezialfonds nach dem Investmentgesetz sollten grundsätzlich erhalten bleiben, aber der Sicherstellung der Liquidität halber überwiegend in Finanzinstrumente investieren. Geschlossene Spezialfonds

sollten überwiegend in Vermögensgegenständen, die nicht Finanzinstrumente sind, anlegen. Neben diesen Regelungen, von denen manche noch erträglich erschienen mochten, enthielt der Gesetzentwurf indes für die Immobilienfondsbranche ein sensationelles Bonbon: Offene Immobilieninvestierende Sondervermögen, sollten schlicht abgeschafft werden. Im Ergebnis hätten neue Immobilienfonds nur noch als geschlossene Fonds aufgelegt werden dürfen, und zwar ausschließlich in Form einer Kommandit- oder Aktiengesellschaft mit fixem Kapital unter Anwendung der gesellschaftsrechtlichen Vorschriften. Die Originalität dieses Vorstoßes wurde nur noch dadurch überboten, dass selbst offene Spezialfonds, ein von den institutionellen Anlegern über alles geschätztes und selbst in der Krise weitgehend problemfreies Produkt, nicht mehr in Immobilien hätten investieren dürfen. Der damalige Diskussionsentwurf missverstand nicht nur insofern systematisch Sinn und Zweck der europäischen Regulierung. Während deren Ziel und Anordnung die umfassende und weitestgehend einheitliche Regulierung auf Anbieterseite ist, wird durch sie nicht bezweckt, die in den einzelnen europäischen Jurisdiktionen jeweils spezifischen, einzigartigen und erfolgreichen Strukturen und Produkte abzuschaffen, soweit diese im Einklang mit den Grundsätzen europäischen Aufsichtsrechts stehen. Soweit der Gesetzentwurf deutsche Spezifika der Immobilien-, Fonds- und Finanzkrise zu erfassen versuchte, schoss er über das Ziel ebenso wie über jede Vernunft hinaus: Die faktische Abschaffung hiesiger Erfolgsstrukturen – bei gleichzeitiger Beibehaltung konkurrierender Strukturen in anderen Jurisdiktionen – hätte den Standort beschädigt und die Interessen der Investoren verletzt. Doch ►



Was verbirgt sich hinter der Maske? Das Kapitalanlagegesetzbuch gibt dem Immobilienkapitalmarkt ein neues Gesicht.

auch in anderen Bereichen sah der Entwurf strengere bzw. weitergehende Regelungen vor, die geeignet waren, die Wettbewerbsfähigkeit des Fondsstandorts zu gefährden. Hingegen waren die Änderungen für die Anbieter geschlossener Fonds wenig überraschend. Der Schock ob des Gesetzentwurfes saß tief, was dazu führte, dass die Immobilienfondsbranche nach anfänglicher ohnmächtiger Starre in – jedenfalls hinsichtlich wesentlicher Punkte – nicht alltäglicher Einmütigkeit reagierte. Der monatelange Kampf der Branche, ihrer institutionellen Anleger und derjenigen Rechtsberater, die tief in der Branche ver-

wurzelt sind und gleichsam mit ihr leiden, zeigte letztlich in wesentlichen Punkten Erfolg. Am 12.12.2012 wurde der offizielle Gesetzentwurf der Bundesregierung zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie veröffentlicht. Dieser rettete die offenen Immobilienfonds und korrigierte daneben elementare Fehler des ersten Diskussionsentwurfs. Nach weiteren Wirrungen und Bemühungen im Gesetzgebungsverfahren, insbesondere im Umfeld der Stellungnahme des Bundesrates sowie der Beratungen des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages, hat schließlich am 16.05.2013 der Deutsche Bundestag das

Gesetz zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie, dessen Kernelement das neue Kapitalanlagegesetzbuch ist, beschlossen. Das Gesetz tritt nunmehr zum 22.07.2013 in Kraft.

Das KAGB setzt zunächst mit weitgehender Konsequenz die AIFM-Richtlinie um. Nachdem es der Richtlinie, die in ihrem Ergebnis mit dem ursprünglichen Ziel kaum noch etwas gemein hatte, immerhin gelungen war, ihrem eigentlichen Zweck gemäß die vermeintlichen Mitverursacher der Finanzmarktkrise – also insbesondere Hedgefonds und Private-Equity-Fonds – überhaupt zu erfassen, bestand ihr Kollateralschaden unter anderem darin, aus deutscher Sicht praktisch auch alles andere, was der Markt zu bieten hat, auf- und anzugreifen. Gefangen wurden also nicht nur praktisch sämtliche geschlossenen Fonds, sondern en passant auch die schon bis dato drastisch regulierten Publikums- und Spezial-Sondervermögen. An diesem Rasenmäheransatz ändert freilich auch das KAGB nichts, muss es doch den europäischen Vorgaben genügen. In dem Bestreben maximaler Gründlichkeit, welches seinen Ursprung wohl auch in einzelnen Erscheinungen der Finanzmarktkrise hatte, ließ es sich der deutsche Gesetzgeber allerdings nicht nehmen, auch weit abseits der Vorgaben der Richtlinie tief materiell in die Fondswelt einzugreifen. Das Gesetz zwingt nicht nur jeden Initiator eines Fonds in ein umfangreiches Erlaubnisverfahren vor der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht sowie in die anschließende Beaufsichtigung durch diese. Es unterwirft vielmehr sämtliche Fonds selbst einem Korsett und geht, insofern konsequent, so weit, sämtliche Produkte, Vehikel und Strukturen zu verbieten, soweit es sie nicht ausdrücklich zulässt. Mit der Implementierung des „materiellen Fondsbegriffs“ und scharfer Regulierung auf Produktebene tat der deutsche Gesetzgeber erkennbar mehr als erforderlich.

Potenziert also das KAGB das vermeintliche Grauen der europäischen Regulierung? Die richtige Antwort aus der Vogelperspektive ist ein klares Nein. Die langfristig erfolgreichsten Strukturen auf dem Kapitalmarkt waren schon in der Vergangenheit heftig reguliert. Sowohl die Anleger als wichtigster Faktor in der Wertschöpfungskette des Kapitalmarkts als auch die Märkte insgesamt hatten zu effizient regulierten Fonds und Anbietern großes Vertrauen. Dieses Grundvertrauen gestattet offenkundig eine andere Art des Vertriebs: Während im unregulierten Bereich nicht selten vertrauensbil- ▶

dende Maßnahmen den wichtigsten Teil der Vermarktung darstellten, fand der Wettbewerb im regulierten Bereich eher über die Assetklassen und die Performance der Anlagen statt. Entsprechendes galt für die Öffentlichkeitswahrnehmung: Das vermeintliche Gütesiegel der Regulierung und Beaufsichtigung ersparte den Anbietern jedenfalls prima vista die Zugehörigkeit zum Kreis der üblich Verdächtigen. Natürlich bestätigen Ausnahmen die Regel. Auch in der Vergangenheit, also in einer Welt des Nebeneinanders von regulierten und nichtregulierten Anbietern und Produkten, waren das Scheitern auf dem Markt, das Scheitern mit dem Vertrieb oder der Verlust des Vertrauens und entsprechende Öffentlichkeit auf der einen Seite ebenso möglich wie herausragende Performance, tadelloser Ruf sowie Vertrieb als Selbstläufer auf der anderen Seite. Allein hatten die

Rücknahmeaussetzungen und sich anschließenden Liquidationen einzelner offener Immobilien-Publikumsfonds mit einhergehender negativer Öffentlichkeit ihren Ursprung gewiss nicht im Umstand der Regulierung; vielmehr waren diese Probleme der Finanzmarktkrise, irrationaler (Neu-)Regulierung und desaströser Kommunikation durch den Gesetzgeber respektive federführende Bundesministerien zu verdanken und in fast keinem Fall die „Schuld“ der betroffenen Kapitalanlagegesellschaft. Hingegen ist bei

ten: die Bundesanstalt und die Verwahrstelle. Wie die Vergangenheit zeigt, gewährleistet weder das eine noch das andere ultimativen Anlegerschutz; unterdessen wird sich künftig wenigstens das Vorurteil des Markts ändern.

Bei allen Vorteilen umfassender Regulierung darf freilich nicht ignoriert werden, dass das Inkrafttreten des KAGB zu erheblichen Auswirkungen im Einzelfall führen kann. Einerseits sollte zufrieden stimmen,

„ Bei allen Vorteilen umfassender Regulierung darf nicht ignoriert werden, dass das Inkrafttreten des KAGB zu erheblichen Auswirkungen im Einzelfall führen kann. “



den krassen Fehlentwicklungen und Ausfällen im nichtregulierten Bereich ein Zusammenhang zur fehlenden Regulierung leicht erkennbar. In einer Gesamtbetrachtung stellt die kaum Ausnahmen zulassende Regulierung mithin für die Welt der Immobilienfonds ganz gewiss eine Chance dar. Der Markt, insbesondere die Anleger, darunter institutionelle Investoren ebenso wie das breite Publikum, können sich so auf einen Mindeststandard an Qualität, Risikomanagement und Controlling verlassen und sich des Umstands gewiss sein, dass sich „auf ihrer Seite“ nunmehr in sämtlichen Szenarien zwei weitere Beteiligte aufhal-

den, dass etwa im geschlossenen Fondsbereich der Aufwand für die Herstellung scheinbarer Mindesteinheitlichkeit und -transparenz nunmehr weitestgehend entfallen kann. So mag etwa die Frage gestattet sein, weshalb weiter erhebliche Kosten für Prospektgutachten (IDW S4) aufgewandt und überhaupt Verkaufsprospekte in gleichem Umfang wie bisher produziert werden sollten. Das offenkundige Kollidieren dieser Fragestellung mit lobbyistischen Interessen darf zu keiner Tabuisierung führen. Auch sollte es im Interesse der Branche sein, jeglichen allein mit der Vergangenheit erklärbaren Unterschied, etwa ausufernde Verkaufsprospekte gegenüber schlanker Dokumentation, mit Blick auf den Wunsch des Gleichziehens künftig zu unterlassen. Angesichts des Umstands, dass auch für den geschlossenen Bereich sehr wohl aufsichtsrechtskonforme und zugleich haftungssichere Lösungen entwickelt werden können, wäre ein beamtenmentaler Hinweis auf langjährige anderweitige Übung gewiss kontraproduktiv. Dem Gewinn an Effizienz und Ansehen stehen allerdings erhebliche Kosten und ein beträchtlicher Aufwand gegenüber. Wenngleich sich sowohl Kosten als auch ▶

Aufwand mit richtiger, sich auf langjährige Erfahrung im regulierten Bereich stützender, Rechtsberatung vergleichsweise gering halten lassen, werden sie doch oft eine Größenordnung erreichen, die durch Kleinstanbieter nicht bewältigt werden kann. Auch bei den offenen Fonds werden schwierige Einzelschicksale unvermeidbar sein: Die bislang angeborene Abgrenzung zum grauen Kapitalmarkt und zu nichtregulierten Produkten ließ zu, Defizite im Assetmanagement und in der Performance zu kaschieren. Dies wird künftig nicht mehr so einfach sein, wird doch ein Wettbewerb zwangsläufig eher über den wirtschaftlichen Erfolg der Anlage, deren aufsichts- und steuerrechtliche Effizienz sowie langfristige Stabilität und Sicherheit stattfinden. Aus alledem folgt, dass eine – weitere – Marktberreinigung zu erwarten ist. Diese erscheint indes mit Blick auf Sicherheit und Stabilität, und zwar gleichermaßen beim Anleger wie Anbieter, hilfreich, wenn nicht gar unabdingbar.

Es bleibt, einen Blick auf den Status des deutschen Immobilienkapitalmarkts zum Zeitpunkt der Einführung des neuen Gesetzes zu werfen. Bemerkenswerterweise lässt sich noch immer feststellen, dass eine große Zahl von Fondsmanagern einem der beiden – gleichermaßen suboptimalen – Extremansätze folgt: Während einige Anbieter – oftmals schon vor längerer Zeit – den Spezialisten für große Projekte aufgesessen sind und seither so elementaren Fragen wie derjenigen nachgehen, ob am Hauptgeschäftssitz eine physische Wand die künftige KVG-Welt von der bisherigen geschlossenen Welt abtrennen soll, um sich sodann von Fachleuten Compliance-Aufkleber auf jeden Mülleimer kleben zu lassen, wartet ein anderer Teil des Markts noch immer auf Erlösung oder zumindest Erledigung durch schieren Zeitablauf. Es überrascht nicht, dass beide Ansätze zu unbefriedigenden Ergebnissen führen: Das Aufsetzen eines – oft Millionen Euro teuren – Compliance-Projekts hat nur dann Sinn, wenn die bisherige

Struktur aus aufsichtsrechtlicher Sicht erfasst und mit der vom Gesetz erzwungenen Zielstruktur strategisch und taktisch, also intellektuell, abgeglichen ist. Diese Aufgabe ist in erster Linie eine Rechtsaufgabe; die resultierende technische und physische Umsetzung bedarf keiner übernatürlichen Kräfte und sollte ausdrücklich nicht übertrieben werden. Die Schaffung von Compliance-Handbüchern für jeden Fachbereich eines Unternehmens ist schlechterdings teurer Unfug; die Übereinstimmung mit dem Aufsichtsrecht findet in erster Linie in den Produkten und Strukturen der Fonds und der KVG statt. Ständige Praxis im Aufsichtsrecht führt zudem zu der Erkenntnis, dass die Involvement des Regulators nur Ultima Ratio sein bzw. in solchen Fällen erfolgen sollte, in denen Lücken im Gesetz oder noch fehlende Rechtspraxis mit dem Ziel einer Gestaltung genutzt werden können, die für den Einzelfall von Vorteil ist und nicht zugleich der gesamten Branche schadet. Ein Blick auf den Markt zeigt hingegen leider auch, dass Be-

rater – oft als Ergebnis eigener Unkenntnis – die Aufsicht mit Fragen konfrontieren, die zu negativen Antworten über den Einzelfall hinaus führen. Das Vorgehen will insofern wohlüberlegt und sorgfältig strukturiert sein. Für diejenigen, die damit noch nicht begonnen haben, ist es jetzt höchste Zeit. ◀



Mario Leißner
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

mleissner@kslaw.com



Spielfeld mit unscharfen Grenzen

Der Anwendungsbereich des KAGB

Einleitung

Die zentrale Definition des KAGB ist die des „Investmentvermögens“. Gemäß § 1 Abs. 1 KAGB liegt ein Investmentvermögen vor, wenn folgende Tatbestandsmerkmale kumulativ erfüllt sind:

- Es besteht ein Organismus für gemeinsame Anlagen,
- dieser sammelt Gelder zum Zweck der Anlage ein
- von einer Anzahl von Anlegern
- mit einer Anlagestrategie
- zum Nutzen der Anleger, und
- es handelt sich bei dem Organismus nicht um ein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors.

Nur solche Marktteilnehmer, die Alternative Investmentfonds (AIFs, dies sind solche Investmentvermögen, die keine Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren [OGAW] sind, § 1 Abs. 3 KAGB) verwalten, werden vom KAGB reguliert. Im Gegensatz zum Investmentgesetz, welches im Wesentlichen an formale Kriterien anknüpfte, führt das KAGB (wieder) einen materiellen Fonds begriff ein.

Analyse der Tatbestandsmerkmale und Wege aus der Regulierung

Im Folgenden sollen die vorgenannten Tatbestandsmerkmale im Einzelnen untersucht werden. Dabei soll ein besonderes Augenmerk darauf gelegt werden, wie Anleger ggf. die Anwendbarkeit des KAGB – und damit einen erheblichen administrativen Mehraufwand – vermeiden können. Es wird jedoch auch gezeigt werden (am Beispiel von Versicherungen als Anleger), dass es für

Marktteilnehmer zum Teil vorteilhaft bzw. sogar zwingend geboten ist, dem Anwendungsbereich des Gesetzes zu unterfallen.

• Begriff

Der Begriff des „Organismus für gemeinsame Anlagen“ ist der OGAW-Richtlinie entnommen. Er bietet seinem Wortlaut nach kaum Anhaltspunkte, um den Begriff des AIFs einzugrenzen. Gemäß dem Diskussionspapier der ESMA vom 23.02.2012 hinsichtlich „Key Concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and Types of AIFM“ („Diskussionspapier“), dort Ziffer 28, soll ein entscheidender Punkt sein, ob das Vehikel durch Handel mit den gehaltenen Vermögensgegenständen seinen Anlegern Ertrag generiert (dann ein AIF) oder ob es auf eigene Rechnung handelt und durch professionelle Verwaltung der gehaltenen Vermögensgegenstände einen Mehrwert schafft. Diese Auslegungs-„hilfe“ muss man als ausgesprochen misslungen betrachten. Dies deshalb, weil die Frage der Geschäftsstrategie (langfristiges Halten und Verwalten von Assets versus Handel treiben mit Vermögensgegenständen) vermischt wird mit dem weiteren Tatbestandsmerkmal (siehe unten), ob zum Nutzen der Anleger gehandelt wird oder auf eigene Rechnung, wobei bei Letzterem der Anlegernutzen lediglich ein Reflex ist. Beides hat nur sehr bedingt miteinander zu tun.

Dem Tatbestandsmerkmal wird man jedoch entnehmen können, dass Konstruktionen, bei denen ein unmittelbarer Zugriff des Anlegers auf die Vermögensgegenstände möglich ist, nicht als AIFs zu betrachten sind. Sogenannte Managed Accounts fallen daher nicht in den Anwendungsbereich des KAGB.

• Einsammeln von Kapital

Das Tatbestandsmerkmal schließt jedenfalls solche Sachverhalte aus, bei denen die Initiative vollumfänglich von den Anlegern ausgeht. Sofern sich zwei oder mehr Personen zusammentun und selbst initiativ für eine gemeinsame Anlage entscheiden, stellt das ggf. geschaffene kollektive Anlagevehikel keinen AIF dar. Damit sind z.B. solche Joint Ventures, die nicht auf die Kapitaleinsammlung von Dritten ausgerichtet sind, vom Anwendungsbereich des KAGB ausgeschlossen. Dies steht grundsätzlich im Einklang mit Erwägungsgrund Nr. 8 (am Ende) der AIFM-Richtlinie, wonach Joint Ventures offenbar vollumfänglich vom Anwendungsbereich der Richtlinie ausgeschlossen sein sollen. Offensichtlich liegt in diesem Tatbestandsmerkmal einiges Potential, den Anwendungsbereich des KAGB zu vermeiden. Vor Umgehungsversuchen ist jedoch – nicht zuletzt aufgrund der möglichen strafrechtlichen Konsequenzen – nachdrücklich zu warnen. Zwar mag im Nachgang zu einem einzelnen Investment nicht mehr detailliert nachvollziehbar sein, von welcher Seite die Initiative zu der Anlage ausgegangen ist, und somit im Einzelfall für eine Nichtanwendbarkeit des KAGB erfolgreich argumentiert werden können. Wird jedoch für wiederkehrende Investments eine entsprechende Infrastruktur implementiert, so dürfte es nicht mehr plausibel sein zu argumentieren, dass vollständig ohne Vertriebsanstrengungen sämtliche Anleger aus eigenem Antrieb dem Initiator eine Investition vorgeschlagen hätten.

• Anzahl von Anlegern

§ 1 Abs. 1 Satz 3 KAGB regelt ausdrücklich, dass dieses Tatbestandsmerkmal auch dann gegeben ist, wenn die Anlagebedingungen, die Satzung oder der Gesellschaftsvertrag des Organismus für gemeinsame Anlagen die Anzahl möglicher Anleger nicht auf einen Anleger beschränken. Sofern tatsächlich lediglich ein Anleger vorhanden ist und auch keine weiteren hinzukommen sollen, besteht somit faktisch ein Wahlrecht hinsichtlich der Anwendbarkeit des KAGB. ▶

„Es ergeben sich gleichzeitig Chancen und Risiken für Initiatoren, die eine Anwendung der Vorschriften des KAGB vermeiden wollen.“



Gegebenenfalls ist es aufgrund dieses Tatbestandsmerkmals auch möglich, Family-Offices bis zu einem gewissen Grad vom Anwendungsbereich des KAGB auszunehmen. Gemäß Erwägungsgrund 7 der AIFM-Richtlinie sollen Family-Offices grundsätzlich nicht als AIFs betrachtet werden. Der Entwurf des KAGB erwähnt jedoch Family-Offices an keiner Stelle. Man wird argumentieren können, dass aufgrund der inneren Verbundenheit einer Familie und der darauf beruhenden – anzunehmenden – Interessengleichheit im Falle eines Family-Offices trotz einer faktischen Personenmehrheit nicht von einer Mehrzahl von Anlegern im Sinne des KAGB auszugehen ist. Für Multi-Family-Offices dürfte eine solche einschränkende Auslegung dagegen nicht möglich sein.

- **Bestehen einer Anlagestrategie**

Auch die Auslegung dieses Tatbestandsmerkmals bereitet Schwierigkeiten. Letztlich wird jedes Vehikel für gemeinsame Anlagen seine Investitionen auf der Basis eines wie auch immer gearteten Plans tätigen, der als Anlagestrategie bezeichnet werden kann. Das Diskussionspapier legt diverse Kriterien fest, nach denen sich das Vorliegen einer

Anlagestrategie bestimmen lässt. Letztlich soll es darauf ankommen, dass die Anlagestrategie bereits im Zeitpunkt der Investitionsentscheidung der einzelnen Anleger in den Grundzügen festgelegt ist und ihnen zumindest offengelegt wurde.

Erfolgt dies nicht – sogenannter Blind Pool –, soll das KAGB offenbar nicht anwendbar sein. Die Schwierigkeiten einer entsprechenden Vermeidungsstrategie werden im faktischen Bereich liegen: Um Anleger von einer derartigen Anlage zu überzeugen, muss ein sehr weitreichendes Vertrauen dieser Anleger in den Initiator bestehen. Rechtspolitisch kann man sich in diesem Zusammenhang jedoch durchaus fragen, ob es tatsächlich sinnvoll ist, Anlegern in dieser Fallkonstellation den Schutz der Regulierung zu versagen.

- **Anlage zum Nutzen der Anleger**

Die Abgrenzungskraft dieses Tatbestandsmerkmals ist zweifelhaft. Grundsätzlich wirkt sich jede erfolgreiche Tätigkeit eines Anlagevehikels positiv zugunsten seiner Anleger aus, sei es aufgrund der Ausschüttung der erzielten Gewinne oder im Falle der

Thesaurierung durch den Wertzuwachs der Anteile an dem Vehikel. Als anerkannt darf mittlerweile wohl gelten, dass es nicht entscheidend für die Einordnung des Anlagevehikels als AIF ist, welche der vorgenannten Alternativen hinsichtlich der Gewinnverwendung gewählt wird.

Daher bleibt nur, die Erfüllung des Tatbestandsmerkmals für den Fall zu verneinen, dass die Anleger gar nicht oder jedenfalls nicht in vollem Umfang – weder mittelbar noch unmittelbar – am wirtschaftlichen Erfolg des Anlagevehikels beteiligt sind. Dies kann im Fall einer Strukturierung der Anlegerbeteiligung als Genussrecht oder Namensschuldverschreibung gegeben sein, aufgrund derer dem Anleger „lediglich“ eine feste Verzinsung unabhängig von der Wertentwicklung der Vermögensgegenstände des Anlagevehikels zusteht.

- **Kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors**

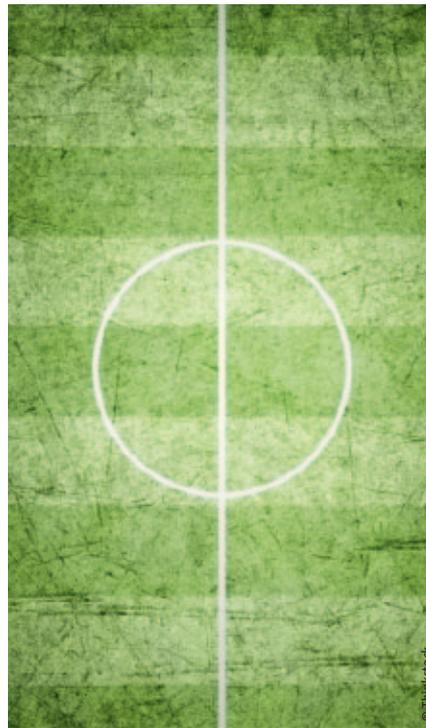
Dieses Tatbestandsmerkmal war im ursprünglichen Entwurf des KAGB vom 20.07.2012 nicht enthalten, sondern wurde erst in die Folgefassung vom 30.10.2012 ►

aufgenommen. Seine Aufnahme macht die Probleme bei der Konkretisierung der Tatbestandsmerkmale des Investmentvermögens mehr als deutlich. Offenbar wurde befürchtet, dass gewöhnliche werbend tätige Unternehmen als Investmentvermögen anzusehen sein könnten. Ob mit der Einfügung dieses Tatbestandmerkmals tatsächlich mehr Klarheit geschaffen wird, bleibt abzuwarten. Auch dieses Tatbestandsmerkmal enthält unbestimmte Rechtsbegriffe, bei deren Konkretisierung es zu Zweifelsfragen und Abgrenzungsschwierigkeiten kommen dürfte.

Konsequenzen der Nichteinhaltung der Vorschriften des KAGB/Auslegung des Begriffs des Investmentvermögens nach verfassungsrechtlichen Grundsätzen

Bei der Umsetzung von Strategien zur Vermeidung der Anwendung des KAGB ist Vorsicht geboten. Ist ein Initiator der irrigen Auffassung, dass die Vorschriften des KAGB auf seine Investitionsvehikel keine Anwendung fänden, und setzt die Vorgaben des KAGB dementsprechend nicht um, betreibt er das Geschäft einer Kapitalverwaltungsgesellschaft ohne entsprechende Erlaubnis, was den Straftatbestand des § 339 Abs. 1 Nr. 1 KAGB erfüllt und mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder mit Geldstrafe bestraft werden kann.

Die Strafbewehrtheit einer derartigen Tätigkeit hat im Übrigen eine Rückwirkung auf die Auslegung der Tatbestandsmerkmale des „Investmentvermögens“: Nach Artikel 103 Abs. 2 GG muss das unter Strafe gestellte Verhalten präzise bestimmt sein, um dem Normadressaten ein gesetzeskonformes Handeln überhaupt möglich zu machen. Kapitalverwaltungsgesellschaften sind nach § 17 Abs. 1 KAGB Unternehmen, deren Geschäftsbetrieb darauf gerichtet ist, inländische Investmentvermögen, EU-Investmentvermögen oder ausländische AIFs zu verwalten. Der Begriff des „Investmentvermögens“ ist folglich für die Frage der



Strafbarkeit nach § 339 Abs. 1 Nr. 1 KAGB unmittelbar relevant. Daher ist aufgrund Verfassungsrechts eine einschränkende Auslegung der weitgefassten Tatbestandsmerkmale des Begriffs des Investmentvermögens zwingend geboten.

Konzernklausel, § 2 Abs. 3 KAGB

Gemäß § 2 Abs. 3 KAGB kommen die Regelungen des Kapitalanlagegesetzbuchs in Gänze nicht zur Anwendung, wenn und soweit AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften solche AIFs verwalten, die allein solche Anleger haben, die dem Konzernverbund der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft entstammen. Die Vorschrift setzt Art. 3 Abs. 1 der AIFM-Richtlinie um und folgt scheinbar der Logik, dass kein Anlegerschutz erforderlich sei und den Beteiligten der administrative Aufwand der Einhaltung der Vorschriften des KAGB erspart werden könne, wenn der Investor und die das Kapital verwalte Einheit aus ein- und demselben Lager stammten. Die Vorschrift schafft jedoch insbesondere für Versicherungen Probleme. Diese lassen „ihre“ Spezialfonds oftmals ohne Drittbeteiligung von konzernerneigenen Kapitalverwaltungsgesellschaften managen. Im Zusammenhang mit der Frage der Sicherungsvermögensfähigkeit stellt § 54 Abs. 3 VAG) oftmals darauf ab, dass die kapitalverwaltenden Einheiten einer öffentlichen Aufsicht unterliegen, so z.B. § 2 Abs. 1

Nr. 14c) AnIV hinsichtlich indirekter Immobilieninvestments. Es steht zu befürchten, dass aufgrund von § 2 Abs. 3 KAGB derartige eigenverwaltete Vehikel künftig nicht mehr der Aufsicht und Produktregulierung unterliegen und Versicherungen daher nicht mehr in derartige Vehikel – die sich jahrzehntelang bewährt haben – investieren können.

Fazit

Die Frage, welche Anlagevehikel ein Investmentvermögen darstellen, ist aufgrund der Unbestimmtheit der Tatbestandsmerkmale des Begriffs nicht leicht zu beantworten. Daraus ergeben sich gleichzeitig Chancen und Risiken für Initiatoren, die eine Anwendung der Vorschriften des KAGB vermeiden wollen. Chancen, weil die Unbestimmtheit der Tatbestandsmerkmale Spielräume für Vermeidungsstrategien eröffnet. Risiken, weil im Falle eines Scheiterns der entsprechenden Strategie eine Strafbarkeit der beteiligten Personen im Raum steht. Es ist Marktteilnehmern daher dringend anzuraten, im Rahmen der Umsetzung solcher Strategien kompetente juristische Beratung in Anspruch zu nehmen und eine erfolgreiche Implementierung sicherzustellen. In umgekehrter Hinsicht besteht bereits unmittelbar nach Inkrafttreten des KAGB schon wieder dringender Handlungsbedarf des Gesetzgebers. Es muss sichergestellt werden, dass Versicherungen die Investition in Spezialfonds künftig nicht unmöglich gemacht wird. § 2 Abs. 3 KAGB ist entsprechend zu ändern. ◀



Dr. Sven Wortberg
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

swortberg@kslaw.com

Vielfalt mit klaren Trennlinien

Formen von Immobilien-Investmentfonds nach dem KAGB



Das KAGB stellt der Immobilien-Investmentfonds-Branche verschiedene Rechtsformen für Immobilien-AIFs zur Verfügung. Die wesentlichen Trennlinien verlaufen dabei zwischen offenen und geschlossenen AIFs sowie zwischen Publikums-AIFs und Spezial-AIFs.

Ein AIF ist ein offener AIF, wenn die Anleger oder Aktionäre mindestens einmal pro Jahr das Recht zur Rückgabe gegen Auszahlung ihrer Anteile oder Aktien aus dem AIF haben; Mindesthaltefristen und die Möglichkeit der Aussetzung oder Beschränkung der Rücknahme der Anteile oder Aktien

werden hierbei nicht berücksichtigt. Alle AIFs, die nach diesen Grundsätzen nicht offen sind, sind geschlossene AIFs.

Ein Spezial-AIF ist ein AIF, in den nur professionelle Anleger (d.h. Anleger, die über ausreichende Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um ihre Anlageentscheidungen selbst treffen und die damit verbundenen Risiken angemessen beurteilen zu können) und semiprofessionelle Anleger investieren dürfen. Semiprofessionelle Anleger sind Anleger, die (a) mindestens 10 Millionen Euro Investmentvermögen investieren oder (b) mindestens eine Investi-

tionssumme von 200.000 Euro (aber weniger als 10 Millionen Euro) anlegen und die erklären, dass sie sich über die Risiken der Investition bewusst sind, wobei die KVG oder ihre Vertriebsgesellschaft den Sachverstand, die Erfahrung und die Kenntnisse des Anlegers zu bewerten hat. Mögliche Kriterien sind dabei die von diesem Anleger in der Vergangenheit getätigten Geschäfte, sein (materielles) Gesamtvermögen und seine berufliche Tätigkeit. Schließlich sind auch bestimmte Mitarbeiter und Geschäftsleiter von bestimmten AIF-Verwaltungsgesellschaften und Investmentgesellschaften semiprofessionelle Anleger, soweit sie in ►

„ihre“ Gesellschaft bzw. Fonds investieren. Alle anderen AIFs sind Publikums-AIFs.

Geschlossene Rechtsformen

An geschlossenen AIFs stehen die Investmentkommanditgesellschaft (InvKG) sowie die Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital (InvAG mfK) zur Verfügung.

Die InvAG mfK ist im Kern eine „normale“ Aktiengesellschaft, auf die (mit einigen Ausnahmen) die Vorschriften des Aktiengesetzes anwendbar sind. Das Aktienrecht ist für seine Formstrenge bekannt, und insbesondere die rigiden Kapitalaufbringungs- und Kapitalerhaltungsvorschriften lassen die Rechtsform der InvAG mfK recht schwerfällig erscheinen. Auch eine Rückgabe der Anteile/Herabsetzung des Kapitals ist sehr aufwendig. Die InvAG mfK wird daher in der Praxis wohl nur für geschlossene Publikums-AIFs und auch dort sicher nur im Ausnahmefall in Betracht kommen, insbesondere dann, wenn die Anteile am AIF börsenfähig sein sollen.

Die flexiblere der beiden für geschlossene AIFs zur Verfügung stehenden Rechtsformen ist ohne Zweifel die (geschlossene) InvKG. Die InvKG ist eine Kommanditgesellschaft nach dem Handelsgesetzbuch. Für ihre innere Verfassung gilt das HGB, stellenweise modifiziert durch das KAGB. Die Anleger sind an der InvKG direkt als Kommanditisten beteiligt; bei einer Publikums-InvKG kann die Beteiligung auch mittelbar über einen Treuhandkommanditisten erfolgen.

Offene Rechtsformen

Nach dem ersten Entwurf des KAGB waren zunächst gar keine offenen Immobilien-AIFs vorgesehen. Insbesondere sollten auch die bisher durch Investmentgesetz regulierten Immobilien-Sondervermögen zukünftig nicht mehr zulässig sein. Begründet wurde dies unter anderem mit dem Argument, dass illiquide Vermögenswerte wie Immo-

bilien für einen offenen Fonds nicht geeignet seien. Diese geplante Abschaffung des Produkts offenes Immobilien-Sondervermögen ist in der Branche auf viel Unverständnis gestoßen und wurde im nachfolgenden Gesetzgebungsverfahren revidiert.

Offene Immobilien-AIFs sind damit nun auch nach KAGB zulässig, augenscheinlich jedoch nur als Immobilien-Sondervermögen, und zwar sowohl als Publikums-Sondervermögen als auch als Spezial-Sondervermögen.

Die Regelungen für die Immobilien-Sondervermögen nach dem KAGB entsprechen im Großen und Ganzen den Regelungen des Investmentgesetzes in seiner letzten Fassung.

Bewertung und Vergleich der verschiedenen Rechtsformen

Publikums-AIFs können als Sondervermögen (offen) oder als InvKG oder InvAG mfK (beide geschlossen) aufgelegt werden. Mangels Börsenfähigkeit der Kommanditanteile (bzw. der Rechte gegenüber dem Treuhandkommanditisten) wird die Wahl bei der

Auflage eines Publikums-AIFs regelmäßig zwischen der Rechtsform des Sondervermögens und der InvAG mfK zu treffen sein. Da die Verkehrsfähigkeit der Anteile eines Sondervermögens nach den Regelungen des KAGB im Vergleich zum Investmentgesetz schon stark herabgesetzt ist, wird die Möglichkeit einer Veräußerung der Anteile über die Börse möglicherweise in der Zukunft eine verstärkte Bedeutung erlangen.

Bei Spezial-AIFs wird die Anzahl der AIFs in der Rechtsform der InvAG mfK sicher sehr überschaubar bleiben. Diese Rechtsform ist im Vergleich zur InvKG wesentlich unflexibler und hat gegenüber dieser im Spezialfondsbereich keine erkennbaren Vorteile.

Bei einem Vergleich des Spezial-Sondervermögens mit der geschlossenen InvKG hat die InvKG zunächst Vorteile, insbesondere im Hinblick auf die Finanzierung. Während für die Spezial-Sondervermögen weiter eine Finanzierungs- und Belastungsgrenze von 50% gilt, unterliegt die InvKG keiner starren Finanzierungsgrenze, so dass, soweit die BaFin nicht im Einzelfall eine Beschränkung des Leverages verfügt, Spezial-AIFs mit einem Leverage von mehr als 50% möglich sind.

Die InvKG ist zudem rechtsfähig und kann Träger von Rechten und Pflichten sein. Die Vermögenswerte des AIFs können daher im Fall der InvKG von der InvKG selbst erworben werden. Die InvKG kann auch selbst die zur Finanzierung notwendigen Darlehen aufnehmen. Bei Sondervermögen ist das weiter durch die KVG durchzuführen, die damit auch den Vertragspartnern aus den entsprechenden Verträgen haftet. Die Rechtsform bietet somit sowohl der KVG (keine eigene Haftung) als auch den Anlegern (z.B. flexiblere Finanzierung) gegenüber dem Sondervermögen Vorteile.

Anteile an einem Sondervermögen sind dafür allerdings liquider als Kommanditanteile an der geschlossenen InvKG, was für manche Anlegergruppen, insbesondere ►



Versicherungen, aufgrund der Regelungen des § 54 Versicherungsaufsichtsgesetz möglicherweise ein wichtiges Argument sein wird.

Hinzu kommt eine unterschiedliche steuerliche Behandlung von Anteilen an einem Sondervermögen und Kommanditanteilen an einer InvKG. Trotz leichter Vorteile einer InvKG im Hinblick auf die praktische Handhabbarkeit dieser Rechtsform steht zu erwarten, dass bestimmte Anlegergruppen aus regulatorischen und/oder steuerlichen Gründen weiter eine Anlage in Anteilen an Sondervermögen bevorzugen werden.

Gemischte Immobilienfonds in der Rechtsform der offenen Spezial-InvKG

Offene inländische Investmentvermögen, die das bei ihnen angelegte Geld in Immobilien anlegen, dürfen nur als Sondervermögen aufgelegt werden, § 91 Abs. 3 KAGB. Die Definition von Immobilien hat sich im Vergleich zur Definition des Investmentgesetzes nicht verändert und umfasst nach wie vor „Grundstücke, grundstücksgleiche Rechte und vergleichbare Rechte nach dem Recht anderer Staaten“.

Ein Immobilien-AIF in der Rechtsform einer offenen Spezial-InvKG erscheint damit nicht möglich. Dabei würde diese Rechtsform jedenfalls einen großen Teil der Vorteile der offenen und der geschlossenen Rechtsformen in sich vereinen. Als InvKG hätte ein solcher Spezial-AIF Rechtsfähigkeit und unterläge nicht den Bestimmungen über die Finanzierungsgrenzen für Sondervermögen, sondern den ungleich flexibleren allgemeinen Bestimmungen für Spezial-AIFs. Gleichwohl wäre ein solcher AIF jedoch ein offener Fonds und als solcher für viele Anlegergruppen in regulatorischer Hinsicht besser geeignet als die geschlossene InvKG.

Obwohl dies möglicherweise nicht die Intention des Gesetzgebers war, erscheint ein solcher AIF jedoch nach dem Wortlaut des

Gesetzes möglich, wenn die Anlagebedingungen des AIFs entsprechend gefasst werden.

Unzulässig sind gemäß § 91 Abs. 3 KAGB offene InvKGs, die das angelegte Geld in Immobilien anlegen. Fraglich ist, ob damit „nur in Immobilien“ oder „auch in Immobilien“ anlegen gemeint ist.

Die besseren Argumente sprechen dabei für Ersteres. Anders als für Publikums-AIFs gibt es für Spezial-AIFs keinen Numerus clausus von Arten (für Publikums-AIFs in § 214 KAGB geregelt) und zulässigen Anlagegegenständen. Hinsichtlich Letzterem bestimmt das Gesetz lediglich, dass der Verkehrswert der Anlagegegenstände ermittelbar sein muss und dass diese nach dem Grundsatz der Risikomischung und im Einklang mit den Liquiditätsanforderungen des AIFs im Bestand zu halten sind. Letzteres wird man dabei dem hier diskutierten „gemischten Immobilienfonds“ nicht per se absprechen können, erklärt doch das Gesetz auch (offene) Immobilien-Sondervermögen prinzipiell für zulässig.

Da ein solcher AIF wegen der Regelung des § 214 KAGB auch nur als Spezial-AIF möglich wäre, ist auch aus Anlegerschutzgründen keine einschränkende Gesetzesauslegung angezeigt. Schließlich würde eine einschränkende Auslegung dazu führen, dass allgemeine offene AIFs, auch Spezial-AIFs, überhaupt keine Immobilien erwerben dürften, auch nicht im geringen Umfang zur Beimischung. Eine solche Intention des Gesetzgebers lässt sich weder aus dem Wortlaut des Gesetzes noch aus der Gesetzesbegründung ableiten.

Vor diesem Hintergrund erscheint daher ein AIF in der Rechtsform der offenen Spezial-InvKG möglich, der nach seinen Anlagebedingungen neben Immobilien auch in weitere Vermögensgegenstände investiert. Zu denken wäre dabei z.B. an Darlehensforderungen aus Immobilienfinanzierungen, Genussrechte an Immobiliengesellschaften



und insbesondere an Immobilien, die über steuerlich optimierte Treuhandstrukturen, z.B. Jersey-Funds oder australische MIT-Strukturen, gehalten werden. Solche Treuhandstrukturen gelten nicht als Immobilien und häufig auch nicht als Immobiliengesellschaften und waren daher nach bisheriger Rechtslage als Anlagegegenstände für Immobilien-Sondervermögen unzulässig.

Ein solcher AIF, der offen und als InvKG selbst rechtsfähig ist, dabei keinen starren Finanzierungsgrenzen unterliegt und in alle Arten von immobilienbezogenen Vermögensgegenständen investieren darf, könnte für viele Anleger interessant sein. ◀



Dr. Andreas Böhme
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

aboehme@kslaw.com

Brücke in die Zukunft: Bei der Umstellung der Anlagebedingungen des AIFs sind Übergangsvorschriften zu beachten.



© Thinkstock

Alle wichtigen Umstellungen jetzt in Angriff nehmen

Vertragswerke offener Immobilien-Sondervermögen – welche Übergangsregelungen gilt es zu beachten?

Spätestens mit Inkrafttreten des KAGB sind die Vorbereitungen zu treffen, die sich im Hinblick auf die erforderliche Umstellung der Anlagebedingungen (bisher Allgemeine und Besondere Vertragsbedingungen) des AIFs ergeben. Im Folgenden werden die formellen Schritte beschrieben, die es im Zusammenhang mit der Implementierung der neuen gesetzlichen Vorschriften für offene Immobilien-Sondervermögen zu beachten gilt.

Allgemeine Übergangsvorschriften für AIF-KVGs

Als allgemein gültige Übergangsregelung statuiert § 343 Abs. 1 KAGB, dass alle AIF-KVGs, die bereits vor dem 22.07.2013 tätig waren, eine Erlaubnis zum Geschäftsbetrieb vor Ablauf des 21.07.2014 zu beantragen haben. Unter „Klein-AIF-KVGs“ sind solche KVGs zu verstehen, deren AIFs bestimmte Schwellen hinsichtlich des Wertes ihrer Vermögensgegenstände nicht

überschreiten und für die insoweit das KAGB nur eingeschränkt zur Anwendung kommt.

Soweit eine AIF-KVG bereits über eine Zulassung nach dem InvG verfügt, müssen die in diesem Verfahren vorgelegten Angaben und Unterlagen im Rahmen des KAGB-Erlaubnisanspruchs nicht erneut vorgelegt werden, soweit sie noch aktuell sind. ▶

Eine AIF-KVG, die nach dem 21.07.2013 neue AIFs auflegen möchte, darf dies auch ohne KAGB-Erlaubnis tun und den AIF vertreiben bis längstens zum 21.01.2015, wenn die AIF-KVG und der AIF die Vorschriften des KAGB erfüllen, d.h. die Vorgaben des KAGB eingehalten sind und stets der Bezug zum (eingereichten oder beabsichtigten) Antrag auf Erlaubnis beachtet wird. Der Begriff der Fondsaufgabe ist definiert insoweit, dass mindestens ein Anleger durch den unbedingten und unbefristeten Abschluss des auf die Ausgabe eines Anteils oder einer Aktie gerichteten schuldrechtlichen Verpflichtungsgeschäfts einen Anteil oder eine Aktie gezeichnet hat.

Die Bezugnahme auf den Status des Erlaubnisverfahrens erfolgt konkret in der Weise, dass im Zeitraum zwischen dem 22.07.2013 und dem 21.07.2014 entweder der Genehmigungsantrag für die Anlagebedingungen des AIFs (bei Spezial-AIFs die Vertriebsanzeige) zusammen mit dem Erlaubnisantrag eingereicht oder der Genehmigungsantrag für die Anlagebedingungen des AIFs eingereicht wird unter Hinweis auf den bereits eingereichten, noch unbeschiedenen Erlaubnisantrag oder aber der Genehmigungsantrag für die Anlagebedingungen des AIFs eingereicht wird zusammen mit der verbindlichen Erklärung gegenüber der BaFin, dass der Erlaubnisantrag fristgemäß bis zum 21.07.2014 gestellt wird.

Im Zeitraum zwischen dem 22.07.2014 und dem 21.01.2015 erfolgt die Bezugnahme auf den Verfahrensstatus, indem der Genehmigungsantrag für die Anlagebedingungen des AIFs eingereicht wird unter Hinweis auf den bereits gestellten, aber noch unbeschiedenen Erlaubnisantrag.

Zu beachten ist bei Neuauflage eines AIFs vor Erlaubniserteilung, dass bei Publikums-AIFs im Verkaufsprospekt sowie in den wesentlichen Anlegerinformationen und bei Spezial-AIFs in den Sonstigen Informationen die fehlende Erlaubnis und die Rechtsfolgen der unterlassenen Antragstellung

oder Erlaubnisversagung – nämlich Abwicklung des AIFs oder aber Übertragung des AIFs auf eine andere KVG, die über eine KAGB-Erlaubnis verfügt – drucktechnisch herausgestellt werden und dass an hervorgehobener Stelle auf sie hingewiesen wird.

Übergangsvorschriften für offene AIFs verwaltende, bereits nach InvG regulierte KVGs

Eine bereits nach dem InvG regulierte KVG hat sich mit den Übergangsregelungen auseinanderzusetzen, die sich mit den Anlagebedingungen der zum Zeitpunkt des Inkrafttretens des KAGB bereits bestehenden offenen AIFs beschäftigen sowie mit der Frage, ab wann das KAGB auf diese sowie die KVG selbst anzuwenden ist.

Im Hinblick auf die Anlagebedingungen ist zu unterscheiden zwischen den für offene Publikums-AIFs und den für offene Spezial-AIFs geltenden Übergangsvorschriften.

- Übergangsvorschriften für offene Publikums-AIFs

Die Anlagebedingungen von bereits nach InvG aufgelegten offenen Publikums-AIFs sind an die Vorschriften des KAGB so anzupassen, dass sie spätestens am 21.07.2014 in Kraft treten. Über den Zeitpunkt des Inkrafttretens der geänderten Anlagebedingungen ist die BaFin zu informieren. Hinsichtlich des Umfangs der Änderungen ist zu beachten, dass nur die Anpassung an das KAGB zulässig ist, wobei der Gesetzgeber allerdings nicht geregelt hat, welche Rechtsfolgen die Nichtbeachtung dieser Vorgabe hat.

Die Anlagebedingungen sind von der BaFin zu genehmigen, soweit nicht bloß redaktionelle Anpassungen erfolgen. In diesem Fall besteht lediglich eine Pflicht zur Einreichung der Anlagebedingungen bei der BaFin. Im Hinblick auf den zeitlichen Ablauf des Genehmigungsverfahrens ist zu berücksichtigen, dass der Genehmigungsantrag für die geänderten Anlagebedingungen bzw.

die Vorlage der bloß redaktionell bearbeiteten Anlagebedingungen nicht nach dem KAGB-Erlaubnisantrag eingereicht werden darf. Soweit der Genehmigungsantrag bzw. die Vorlage der Anlagebedingungen vor der Beantragung der KAGB-Erlaubnis erfolgt, ist bei Einreichung verbindlich durch die KVG zu erklären, dass der Erlaubnisantrag fristgemäß bis spätestens 21.07.2014 eingereicht wird.

Sollte die KVG vor dem 21.07.2013 einen Antrag auf Genehmigung von Vertragsbedingungen nach dem InvG eingereicht haben, der bis zum Ablauf des 21.07.2013 noch unbeschieden ist, gilt der Antrag als am 22.07.2013 gestellt – die BaFin hat in diesem Fall das Recht zur Nachforderung von Dokumentation.

Die Genehmigungsfrist der BaFin beträgt – abweichend von der sonst geltenden Vierwochenfrist – zwei Monate ab Einreichung des Genehmigungsantrags, eine Genehmigungsfiktion bei Fristablauf gilt nicht. Diese Fristen sind unbedingt bei der zeitlichen Planung der Umstellung zu berücksichtigen, um das Inkrafttreten der Anlagebedingungen spätestens am 21.07.2014 unter Berücksichtigung der noch erforderlichen Bekanntmachung sicherzustellen.

Im Hinblick auf die Anwendbarkeit des neuen Rechts ist zu unterscheiden zwischen dem AIF und der AIF-KVG. Für den AIF gilt, dass bis zum Inkrafttreten der geänderten Anlagebedingungen, spätestens bis zum 21.07.2014, das InvG weiter anzuwenden ist. Zu beachten sind aber bereits die §§ 1 und 2 sowie solche Regelungen des KAGB, die die Umstellung betreffen (also Genehmigungsantrag, Verwaltungsverfahren, Bescheide, Übergangsregelungen). Ab Inkrafttreten der geänderten Anlagebedingungen, spätestens aber ab dem 22.07.2014, gilt vollumfänglich das KAGB.

Für die AIF-KVG selbst ist entscheidender Zeitpunkt für die Anwendung des KAGB der Eingang des Erlaubnisanspruchs bei der ▶



BaFin – bis dahin gelten das InvG sowie die §§ 1, 2 und die vorgenannten Umstellungsregelungen des KAGB, längstens jedoch bis zum 21.07.2014. Ab Eingang des Erlaubnis-Antrags, spätestens ab dem 22.07.2014, gilt vollständig das KAGB, wobei hinsichtlich der Verwaltung und des Vertriebs des AIFs das Erfordernis der Erlaubnis durch den noch unbeschriebenen Erlaubnisantrag ersetzt wird.

Eine Erleichterung für den formellen Umstellungsprozess bietet das KAGB hinsichtlich der Verwahrstelle (bisher Depotbank) eines offenen Publikums-AIFs – wenn deren Auswahl bereits nach InvG erfolgt ist, bedarf es keiner erneuten Genehmigung nach KAGB.

- **Übergangsvorschriften für offene Spezial-AIFs**

Die für offene Spezial-AIFs zu beachtenden Formalitäten stellen sich weitaus übersichtlicher dar angesichts des Umstands, dass hier die Anlagebedingungen keiner Genehmigungspflicht unterliegen – sie sind lediglich bis spätestens zum 21.07.2014 an das KAGB anzupassen und zusammen mit dem Erlaubnisantrag bei der BaFin einzureichen. Über den Zeitpunkt des Inkrafttretens der geänderten Anlagebedingungen hat die KVG die BaFin zu informieren.

Für die Anwendbarkeit des KAGB auf den AIF ist das Inkrafttreten der geänderten Anlagebedingungen entscheidend – ab diesem Zeitpunkt, spätestens ab dem 22.07.2014, gilt das KAGB, bis dahin kommt das InvG zur Anwendung, längstens jedoch bis zum 21.07.2014.

Für die AIF-KVG ist maßgeblicher Zeitpunkt für die Anwendbarkeit der Regelungen des KAGB der Eingang des Erlaubnis-Antrags bei der BaFin – hier gelten die zu offenen Publikums-AIFs getroffenen Ausführungen entsprechend.

Bei den sogenannten „Klein-Spezial-AIF-KVGs“ ist hinsichtlich des anwendbaren

Rechts nicht zu unterscheiden zwischen dem AIF und der AIF-KVG: Es gelten bis zum Eingang des Registrierungsantrags, spätestens bis zum 21.07.2014, das InvG sowie zusätzlich die Übergangs- und Registrierungsregeln sowie die Befugnisse der BaFin nach dem KAGB; ab Eingang des Registrierungsantrags bei der BaFin, spätestens ab dem 22.07.2014, ist das KAGB vollständig anzuwenden.

Besondere Übergangsvorschriften für Immobilien-Sondervermögen

Aus Anlegerschutzgründen sind für Immobilien-Sondervermögen zusätzlich besondere Übergangsvorschriften zu berücksichtigen, die sich insbesondere auf den Inhalt der Anlagebedingungen und des Verkaufsprospekts des AIFs auswirken können.

Für Anleger mit am 21.07.2013 auf ihren Namen hinterlegten Anteilen an Immobilien-Sondervermögen sieht das KAGB Bestandsschutz vor hinsichtlich der Modalitäten der Anteilsscheinrücknahme: Rückgaben von 30.000 Euro pro Kalenderhalbjahr sollen ohne Mindesthalte- und Kündigungsfrist täglich möglich sein, bei Beträgen über 30.000 Euro sind eine Kündigungsfrist von zwölf Monaten sowie eine Mindesthaltefrist von zwei Jahren einzuhalten. Die Regelungen zur Rücknahme vorgenannter Anteile hat die AIF-KVG in die Anlagebedingungen zu übernehmen. Des Weiteren muss auf die Möglichkeit der Beibehaltung vorgenannter Rückgaberegulungen im Verkaufsprospekt des Immobilien-Sondervermögens ausdrücklich hingewiesen werden. Zu beachten ist, dass diejenigen Anleger, die nach dem 21.07.2013 Anteile an einem Immobilien-Sondervermögen erwerben, dessen Anlagebedingungen noch nicht an das KAGB angepasst sind, nicht in den Genuss der Altregelungen zu Mindesthaltedauer und Kündigungsfristen kommen, sondern dass hier bereits die Neuregelungen des KAGB gelten – im Verkaufsprospekt ist auf die abweichende Behandlung von nach dem 21.07.2013

erworbenen Anteilen hinzuweisen. Mit redaktionellen Anpassungen übernommen werden für Immobilien-Sondervermögen im Übrigen die Übergangsvorschriften des § 145 Abs. 4 und Abs. 5 InvG.

Eine besondere Regelung sieht das KAGB zum Schutz von Spezialfondsanlegern gemäß InvG vor, wenn diese entsprechend der neu eingeführten Anlegerklassifizierung weder professionell noch semiprofessionell sind: Danach dürfen vor dem 22.07.2013 erworbene Anteile an offenen Spezial-AIFs behalten werden, jedoch ist lediglich die Rückgabe der Anteile an die AIF-KVG oder aber die Übertragung an professionelle oder semiprofessionelle Anleger möglich, d.h., ein Neuerwerb von Anteilen ist ausgeschlossen. Die Qualifikation des AIFs als Spezial-AIF bleibt unberührt.

Fazit

Die Umstellung der Vertragswerke offener Immobilien-Sondervermögen sollte spätestens jetzt in Angriff genommen werden, um den fristgemäßen Vollzug sicherzustellen. Denn die durch die Implementierung des KAGB abzuarbeitenden Formalitäten werden neben dem weiter zu betreibenden Tagesgeschäft nicht zu unterschätzende zeitliche und personelle Kapazitäten binden. ◀



Nicole Bittlingmayer
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

nbittlingmayer@kslaw.com

Relevante Änderungen beachten

Immobilien-Sondervermögen: alt und neu



Weiterhin gute „Schlagkraft“: Immobilien-Sondervermögen werden weiterhin wettbewerbsfähig bleiben.

© Thinkstock

Im Lauf des Gesetzgebungsverfahrens zum AIFM-Umsetzungsgesetz wurde im Hinblick auf die Immobilien-Sondervermögen eine extreme Spannweite beansprucht, die von der zunächst vorgesehenen Abschaffung dieses Produkts bis schließlich zur Übernahme der Vorschriften des InvG in vielen Teilen in das KAGB reicht. Dabei wurden, wie bereits bei der Einführung des InvG, diverse Klarstellungen – bewusst oder unbewusst – nicht vorgenommen, die teilweise noch auf unklare Formulierungen aus Zeiten der Geltung des KAGG herrühren wie beispielsweise die Vorschriften zur Ge-

sellschafterdarlehensfinanzierung bei Immobilien-Gesellschaften. Hinzu kommen zahlreiche weitere – bei einem neuen Gesetz solchen Umfangs nicht überraschend – unklare oder unvollständige Regelungen wie die Vorschriften zur Bewertung von Immobilien, deren Inhalte durch Auslegung zu ermitteln sein werden.

Im Folgenden wird eine Übersicht über die wichtigsten im Vergleich zum InvG geänderten Bestimmungen des KAGB zu den Immobilien-Sondervermögen gegeben, in der diverse aus den neuen Vorschriften

resultierende Probleme aufgeworfen werden.

Ausgabe und Rücknahme von Anteilen

Die Ausgabe und Rücknahme von Anteilen an Immobilien-Sondervermögen (in Form von Publikums-Sondervermögen) kann weiterhin börsentäglich erfolgen, darf aber ebenfalls wie bisher auf bestimmte Termine beschränkt werden mit der Maßgabe, dass diese mindestens alle zwölf Monate stattfinden. Die im Rahmen des Gesetzgebungsverfahrens vorgesehene Festlegung ►

einer ausschließlich einmaligen jährlichen Rücknahme mit Ausgabemöglichkeiten von maximal viermal im Jahr wurde verworfen und damit auch eine gesetzlich explizit normierte Entkoppelung der Ausgaben von den Rücknahmen, was grundsätzlich begrüßenswert gewesen wäre, da im Hinblick auf das Liquiditätsmanagement der KVG Ausgaben ständig stattfinden können sollten. Rücknahmen können erst nach einer Mindesthaltefrist von 24 Monaten und unter Einhaltung einer Rückgabefrist von zwölf Monaten erfolgen; auch diese Regelungen waren bereits im InvG enthalten. In Abweichung von den zuletzt geltenden Vorschriften des InvG entfällt nach dem KAGB die Möglichkeit der Rückgabe von Anteilen von bis zu 30.000 Euro halbjährlich ohne Einhaltung einer Mindesthalte- und Rückgabefrist; laut Gesetzesbegründung hätte bei Geltung dieser Regelung die Abwicklung diverser Immobilien-Sondervermögen, für die diese Regelung nicht mehr zur Anwendung gelangte, nicht verhindert werden können, da wohl circa 80% der Anleger einen Bestand von Anteilen an einem Immobilien-Sondervermögen von bis zu 30.000 Euro halten. Altanleger dürfen ihre Altanteile weiterhin bis zu 30.000 Euro halbjährlich ohne Einhaltung einer Mindesthalte- und Rückgabefrist zurückgeben, soweit diese Regelung für die Altanteile galt. Diese im Rahmen des Gesetzgebungsverfahrens extrem umstrittenen Regelungen entsprechen denen, die zuletzt im InvG enthalten waren (mit Ausnahme der halbjährlichen Rückgabemöglichkeit von Anteilen bis zu 30.000 Euro ohne Einhaltung einer Mindesthalte- und Rückgabefrist), die jedoch bei den Immobilien-Sondervermögen mit Liquiditätsproblemen meist nicht mehr zur Anwendung gelangen konnten; Erfahrungswerte zur Verhinderung der Abwicklung diverser Immobilien-Sondervermögen durch Geltung dieser Vorschriften fehlen damit, es ist jedoch davon auszugehen, dass diese Vorschriften der KVG ein deutlich besser zu steuerndes Liquiditätsmanagement ermöglichen, was letztlich den Anlegern zugutekommt.

Die Regelungen zur Aussetzung der Rücknahme bei Liquiditätsmangel sind im KAGB weitestgehend unverändert geblieben. Die Mindestliquidität von 5%, die bereits im InvG galt, aber zunächst in diversen Entwürfen des KAGB nicht enthalten war, wurde durch den Finanzausschuss wieder ins KAGB aufgenommen.

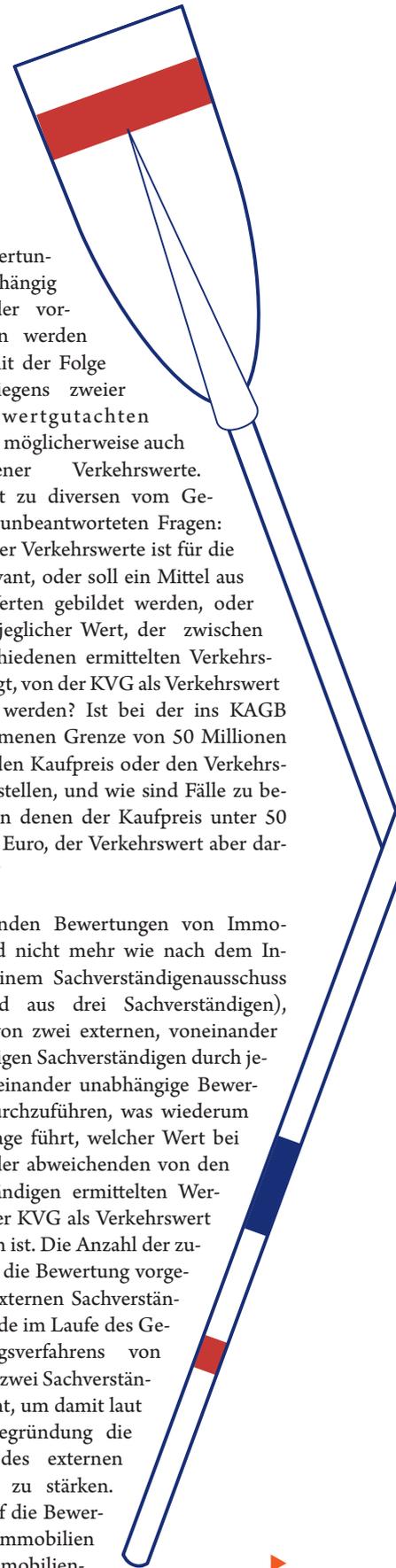
Im Vergleich zum InvG neu ist die sofortige Pflicht zur Veräußerung von Vermögensgegenständen zu angemessenen Bedingungen bei einer Aussetzung der Rücknahme wegen Liquiditätsmangels; dies war nach den Regeln des InvG erst sechs Monate nach der Aussetzung verpflichtend. Der maximale Zeitraum der Aussetzung wegen Liquiditätsmangels wurde von 30 Monaten auf 36 Monate erweitert. Ob während einer solchen Aussetzung Anteile ausgegeben werden dürfen, bleibt auch künftig fraglich. Eine detailliertere Regelung für Zeiten von Liquiditätsengpässen und Vorschriften für die Abwicklung von Immobilien-Sondervermögen wie beispielsweise eine Verhinderung des Übergangs des Sondervermögens auf die Depotbank zur Vermeidung von Kosten, insbesondere Grunderwerbsteuer, und Problemen im Hinblick auf den Eigentumsübergang vor allem bei im Ausland gelegenen Immobilien wären – aus aktuellem Anlass – wünschenswert gewesen, haben aber keinen Eingang ins KAGB gefunden.

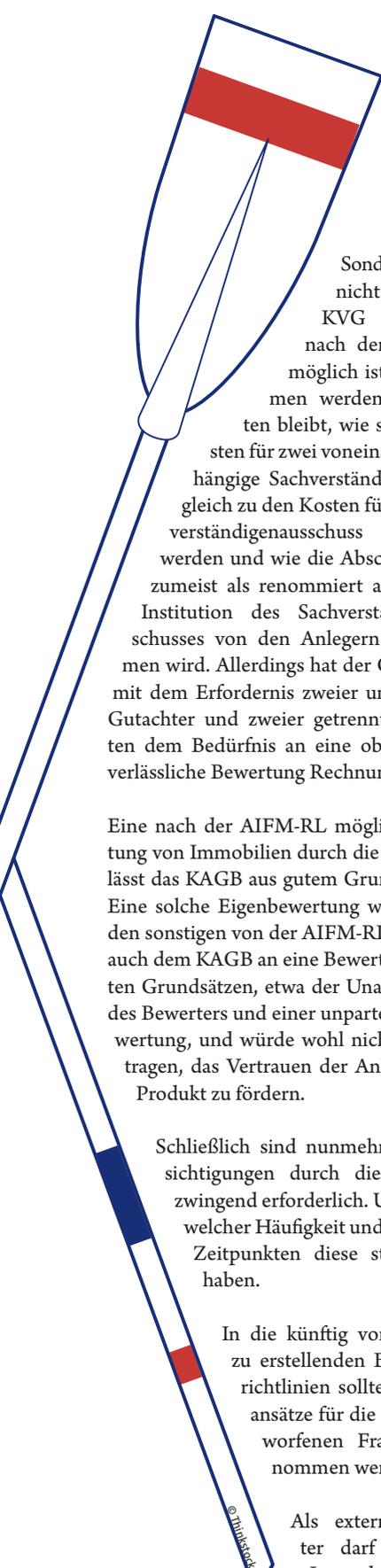
Bewertung der Vermögensgegenstände eines Immobilien-Sondervermögens und Nettoinventarwert

Beim Erwerb einer Immobilie muss diese zuvor von einem externen unabhängigen Sachverständigen, der nicht die Folgebewertungen vornimmt, wie bisher bewertet werden. Neu wurde ins KAGB aufgenommen, dass bei Immobilien, deren Wert 50 Millionen Euro übersteigt, die Bewertung derselben (auch beim Erwerb von Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften) durch zwei voneinander unabhängige Sachverständige erfolgen muss und des Weiteren die jewei-

ligen Bewertungen unabhängig voneinander vorgenommen werden müssen mit der Folge des Vorliegens zweier Verkehrswertgutachten und damit möglicherweise auch verschiedener Verkehrswerte. Dies führt zu diversen vom Gesetzgeber unbeantworteten Fragen: Welcher der Verkehrswerte ist für die KVG relevant, oder soll ein Mittel aus beiden Werten gebildet werden, oder kann gar jeglicher Wert, der zwischen den verschiedenen ermittelten Verkehrswerten liegt, von der KVG als Verkehrswert festgelegt werden? Ist bei der ins KAGB aufgenommenen Grenze von 50 Millionen Euro auf den Kaufpreis oder den Verkehrswert abzustellen, und wie sind Fälle zu behandeln, in denen der Kaufpreis unter 50 Millionen Euro, der Verkehrswert aber darüber liegt?

Die laufenden Bewertungen von Immobilien sind nicht mehr wie nach dem InvG von einem Sachverständigenausschuss (bestehend aus drei Sachverständigen), sondern von zwei externen, voneinander unabhängigen Sachverständigen durch jeweils voneinander unabhängige Bewertungen durchzuführen, was wiederum zu der Frage führt, welcher Wert bei voneinander abweichenden von den Sachverständigen ermittelten Werten von der KVG als Verkehrswert anzusetzen ist. Die Anzahl der zunächst für die Bewertung vorgesehenen externen Sachverständigen wurde im Laufe des Gesetzgebungsverfahrens von einem auf zwei Sachverständige erhöht, um damit laut Gesetzesbegründung die Position des externen Bewerbers zu stärken. Daher darf die Bewertung von Immobilien bei Immobilien-





Sondervermögen nicht von der KVG selbst, was nach der AIFM-RL möglich ist, übernommen werden. Abzuwarten bleibt, wie sich die Kosten für zwei voneinander unabhängige Sachverständige im Vergleich zu den Kosten für den Sachverständigenausschuss entwickeln werden und wie die Abschaffung der zumeist als renommiert angesehenen Institution des Sachverständigenausschusses von den Anlegern aufgenommen wird. Allerdings hat der Gesetzgeber mit dem Erfordernis zweier unabhängiger Gutachter und zweier getrennter Gutachten dem Bedürfnis an eine objektive und verlässliche Bewertung Rechnung getragen.

Eine nach der AIFM-RL mögliche Bewertung von Immobilien durch die KVG selbst lässt das KAGB aus gutem Grund nicht zu. Eine solche Eigenbewertung widerspricht den sonstigen von der AIFM-RL und damit auch dem KAGB an eine Bewertung gestellten Grundsätzen, etwa der Unabhängigkeit des Bewerter und einer unparteiischen Bewertung, und würde wohl nicht dazu beitragen, das Vertrauen der Anleger in das Produkt zu fördern.

Schließlich sind nunmehr Objektbeurteilungen durch die Gutachter zwingend erforderlich. Unklar ist, in welcher Häufigkeit und zu welchen Zeitpunkten diese stattzufinden haben.

In die künftig von der KVG zu erstellenden Bewertungsrichtlinien sollten Lösungsansätze für die oben aufgeworfenen Fragen aufgenommen werden.

Als externer Bewerter darf eine vom Immobilien-Son-

dervermögen, von der KVG und von mit diesen eng verbundenen Personen unabhängige natürliche oder juristische Person oder Personenhandelsgesellschaft agieren. Des Weiteren muss die KVG nachweisen, dass der externe Bewerter einer gesetzlich anerkannten berufsmäßigen Registrierung oder berufsständischen Regeln unterliegt, ausreichende berufliche Garantien zur wirksamen Ausübung der Bewertungsfunktion vorweist und diverse weitere an eine Funktionsauslagerung durch die KVG gestellte Anforderungen erfüllt. Die für die Bewertung von Immobilien nach dem InvG vorgesehenen Sachverständigen dürften diese Kriterien grundsätzlich erfüllen. Da nach dem Wortlaut des KAGB nunmehr auch die Beauftragung von Unternehmen (neben Einzelpersonen) möglich ist, werden sicher diverse international agierende Dienstleis-

Dies führt dazu, dass Bewertungen von Immobilien bei der Rücknahme von Anteilen am Immobilien-Sondervermögen nicht älter als drei Monate sind. Diese Regelungen sind zwar nicht identisch mit denen des InvG, aber diesen im Ergebnis sehr ähnlich, übersteigen jedoch die Mindestanforderungen der AIFM-RL in Verbindung mit den ESMA-Empfehlungen, nach denen mindestens einmal jährlich eine Bewertung der Immobilien erfolgen soll. Da Immobilienwerte in der Regel eine geringe Volatilität aufweisen und bei erheblichen Wertänderungen (wie in Krisenzeiten) ohnehin die Pflicht zur vorzeitigen Neubewertung besteht, wird eine vierteljährliche Bewertung wohl nicht zu einem exakteren Anteilswert und der Steigerung der Sicherheit dieses Produkts führen, aber einen erheblichen Verwaltungs- und Kostenaufwand für das jeweilige Immobilien-Sonder-

„ Die laufenden Bewertungen von Immobilien sind nicht mehr wie nach dem InvG von einem Sachverständigenausschuss durchzuführen. “

tings- und Beratungsunternehmen im Immobilienbereich vorgenannten Kriterien im Hinblick auf die Bewertung von Immobilien gerecht werden können, soweit sie in der Lage sind, Interessenkonflikte wirksam zu vermeiden und unparteiisch und unabhängig zu handeln.

Die Häufigkeit der Bewertung von Immobilien ist mit den Rücknahmemöglichkeiten der Anteile am Immobilien-Sondervermögen verknüpft. Können Anteile am Immobilien-Sondervermögen mindestens alle drei Monate zurückgegeben werden, sind die Immobilien jeweils innerhalb eines Zeitraums von drei Monaten zu bewerten. Können Anteile am Immobilien-Sondervermögen seltener als alle drei Monate zurückgegeben werden, sind die Immobilien innerhalb von drei Monaten vor jedem Rücknahmetermin zu bewerten.

vermögen verursachen, der sich wiederum in einem geringeren Anteilswert niederschlägt.

Der Nettoinventarwert je Anteil des Immobilien-Sondervermögens ist weiterhin wie bisher bei jeder Ausgabe und Rücknahme von Anteilen zu berechnen. Dies ergibt sich allerdings nicht direkt aus dem KAGB, sondern lediglich aus einem Verweis im KAGB auf die Level-2-Verordnung zur AIFM-RL, in der dies entsprechend geregelt ist.

Weitere Neuerungen und relevante Aspekte

Die bereits nach dem InvG existierende Regelung zum Erwerbs- und Veräußerungsverbot wurde laut Gesetzesbegründung zum KAGB lediglich redaktionell und klarstellend geändert, was nicht zutreffend ist. ▶

Anders als nach dem InvG gilt die Vorschrift nunmehr auch für Immobilien-Spezial-Sondervermögen, kann aber mit Zustimmung der Anleger abbedungen werden. Soweit keine Abbedingung stattfindet, ist auch für die Übertragung einer Immobilie zwischen zwei Immobilien-Spezial-Sondervermögen einer KVG abweichend vom InvG die

Zustimmung der

BaFin erforderlich.

Des Weiteren scheint auch die Übertragung einer Immobilie zwischen zwei

Immobilien-Publikums-Sondervermögen einer KVG abweichend vom InvG mit Zustimmung der

BaFin möglich zu sein. Schließlich widerspricht das absolute Erwerbsverbot für Erwerbe von Immobilien für Rechnung eines

Immobilien-Sondervermögens von der KVG (sei es für eigene Rechnung oder für Rechnung eines Immobilien-Sondervermögens) oder einer Konzerngesellschaft nach § 239 Abs. 1 KAGB der nach § 239 Abs. 2 Nr. 3 KAGB zulässigen Möglichkeit der Übertragung einer Immobilie für Rechnung eines Immobilien-Sondervermögens auf einen anderen AIF der KVG oder eine ihrer Konzerngesellschaften (mit Zustimmung der BaFin), da hiernach ganz offensichtlich auch Erwerbe von Immobilien für Rechnung eines Immobilien-Sondervermögens von der KVG oder einer Konzerngesellschaft gestattet sind.

Die einzig sinnvolle Auslegung dieser Vorschrift ist, § 239 Abs. 2 Nr. 3 KAGB als Lex specialis und damit vorrangig zum Verbotsstatbestand des § 239 Abs. 1 KAGB zu sehen. Grundsätzlich ist die erweiterte Möglichkeit der Übertragung von Immobilien zwischen Immobilien-Sondervermögen zu begrüßen, was insbesondere in Fällen von Liquiditätsschwierigkeiten hilfreich sein kann. Inwieweit beziehungsweise auf Grundlage welcher Anforderungen die BaFin tatsächlich Zustimmungen zu Übertragungen zwischen Immobilien-Sondervermögen erteilen wird, bleibt mit Spannung abzuwarten.

Neben der Erhaltung der Mindestliquidität von 5% wurden in den Katalog der Liquiditätsanlagen Derivate zu Absicherungszwecken aufgenommen, die bereits in der Vergangenheit als solche anerkannt waren.

Die während der Anlaufzeit eines Immobilien-Sondervermögens nicht zu beachtenden Anlagegrenzen wurden im KAGB im Vergleich zum InvG erweitert.

Bei der Veräußerung von Immobilien wurde die Unwesentlichkeitsgrenze in das KAGB aufgenommen, die bereits in Vorversionen des InvG enthalten war und ebenso bei Erwerben galt und gilt. Danach dürfen Immobilien auch dann veräußert werden, wenn die Gegenleistung den von den Gutachtern ermittelten Wert nicht wesentlich unterschreitet; als nicht wesentlich sind 3% anerkannt.

Schließlich sieht das KAGB für Gemischte und Sonstige Publikums-Investmentvermögen nicht mehr die Möglichkeit des Investments in Immobilien-Sondervermögen vor.

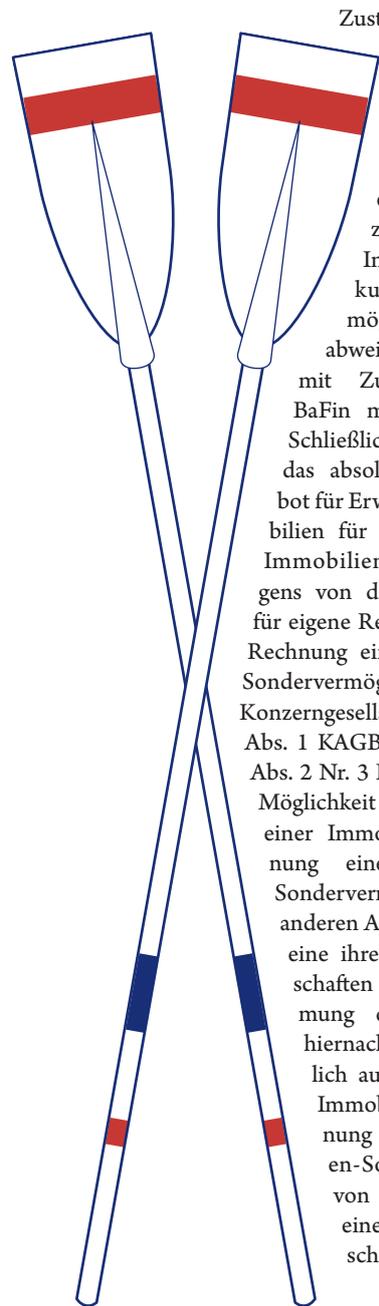
Änderungen bei Immobilien-Spezial-Sondervermögen

Anteile an Spezial-Sondervermögen dürfen nicht wie in der Vergangenheit nur von institutionellen Anlegern (also nicht von Privatpersonen) erworben und gehalten werden, sondern nunmehr auch von (nach

MiFID definierten) professionellen und zusätzlich semiprofessionellen Anlegern. Bei professionellen Anlegern handelt es sich beispielsweise um Kreditinstitute und Versicherungsgesellschaften. Semiprofessionelle Anleger können beispielsweise kirchliche Einrichtungen und Stiftungen sein und sind solche, die sich verpflichten, mindestens 200.000 Euro zu investieren, und die die Risiken des Investments zu beurteilen in der Lage sind (was unter anderem durch Abgabe einer sogenannten Kompetenzerklärung durch den Anleger selbst nachzuweisen ist, die laut BaFin grundsätzlich auch von Altanlegern eingeholt werden muss), Geschäftsleiter oder bestimmte Mitarbeiter einer KVG im Hinblick auf Investments in von der KVG verwaltete Sondervermögen und Anleger, die sich verpflichten, mindestens 10 Millionen Euro zu investieren. Das bedeutet, dass künftig auch bestimmte Privatanleger mit der nötigen Sachkunde und Mindestinvestmentvolumina in Spezial-Sondervermögen investieren können.

Die Spezial-Sondervermögen nach § 284 KAGB, laut Gesetzesterminologie „offene inländische Spezial-AIFs mit festen Anlagebedingungen“, sind denen unter Geltung des InvG weitgehend vergleichbar, d.h., es gibt keine Fondstypen mehr, ein Spezial-Sondervermögen darf in bestimmte im KAGB genannte Vermögensgegenstände, unter anderem Immobilien und Immobilien-Gesellschaften, investieren, es gelten grundsätzlich die Vorschriften für offene Publikums-AIFs, die diejenigen für Immobilien-Sondervermögen umfassen, von denen mit Zustimmung der Anleger (abgesehen von den Vorschriften zur Finanzierung einschließlich Gesellschafterdarlehen) abgewichen werden kann, die Finanzierungs- und Belastungsgrenzen liegen bei 30% für kurzfristige Darlehen und bei 50% für langfristige Darlehen, und es gibt weitere den §§ 92 bis 95 InvG jedoch nicht vollumfänglich entsprechende Regelungen, die verstreut im KAGB zu finden sind.

Beispielsweise hat die Rücknahme von Anteilen nach dem KAGB mindestens ►



einmal im Jahr zu erfolgen und nicht wie zuletzt nach dem InvG mindestens einmal innerhalb von zwei Jahren. In Abweichung von der Regelung nach dem InvG muss die KVG eine Aussetzung der Rücknahme von Anteilen nach § 98 Abs. 2 KAGB der BaFin unverzüglich anzeigen; die entsprechenden Veröffentlichungspflichten gelten für Spezial-Sondervermögen weiterhin nicht. Eine Pflicht zur Anzeige bei der BaFin besteht nunmehr auch im Fall der Übertragung der Verwaltung eines Sondervermögens auf eine andere KVG statt der Abwicklung und Verteilung durch die Depotbank.

Die Mindestliquidität von 5% ist, anders als nach InvG, grundsätzlich auch von Spezial-Sondervermögen, soweit keine Abbedingung der entsprechenden Vorschrift erfolgt, vorzuhalten.

Die Miteigentümlösung ist weiterhin für Immobilien-Spezial-Sondervermögen möglich.

Unklar ist, ob entsprechend dem InvG auch nach dem KAGB die Zustimmung der Verwahrstelle für insbesondere Verfügungen über Immobilien und Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften wie deren Verkauf bei Immobilien-Spezial-Sondervermögen erforderlich ist. Zwar besteht die Pflicht zur Zustimmung der Verwahrstelle für unter anderem diese Geschäfte ausweislich des in § 84 KAGB verwendeten Wortlauts ausschließlich für Publikums-AIFs. Da diese Beschränkung aber im InvG nicht vorgesehen war und laut Gesetzesbegründung die Regelung des KAGB weitgehend an die entsprechende des InvG angelehnt, d.h. gerade nicht identisch ist, ist davon auszugehen, dass der Gesetzgeber tatsächlich im Wege der fortgeführten Deregulierung von Spezial-Sondervermögen diese vom Zustimmungserfordernis bewusst ausgenommen hat. Allerdings hat die KVG auch für Immobilien-Spezial-Sondervermögen dafür Sorge zu tragen, dass die Verfügungsbeschränkung zugunsten der Depotbank bei Immobilien in das Grundbuch eingetragen und bei Im-

mobilien-Gesellschaften anderweitig sichergestellt wird. Im Widerspruch hierzu steht, dass die Zustimmung der Verwahrstelle entsprechend dem Wortlaut des § 84 KAGB aber gerade nicht für Spezial-AIFs gilt. Es ist wahrscheinlich, dass es sich um ein redaktionelles Versehen handelt und die Intention des Gesetzgebers vergleichbar mit derjenigen zu den entsprechenden Regelungen für geschlossene Immobilien-Spezial-AIFs ist, da dort ebenso wie im Bereich der offenen Immobilien-Spezial-Sondervermögen die einzig explizit normierte Zustimmung der Verwahrstelle eine solche zu Belastungen ist.

Zusätzlich sieht das KAGB in § 282 unter anderem einen weiteren offenen Spezial-AIF vor, welcher in jegliche Vermögensgegenstände investieren darf, deren Verkehrswert ermittelt werden kann, solange der Grundsatz der Risikomischung beachtet ist und die Zusammensetzung der Vermögensgegenstände im Einklang mit den Regelungen zur Rücknahme der Anteile steht, was grundsätzlich für Immobilien-Sondervermögen zutreffen würde. Für derartige Spezial-AIFs gilt zunächst keine Beschränkung der Finanzierung (die BaFin hat allerdings die Befugnis zur Beschränkung), die Bewertungen der Vermögensgegenstände können von einem externen Bewerter oder der KVG selbst vorgenommen werden und erfolgen bei Immobilien mindestens einmal jährlich, und der Nettoinventarwert je Anteil wird bei jeder Ausgabe oder Rücknahme von Anteilen berechnet, mindestens aber einmal jährlich. Fraglich ist, ob nach dieser Vorschrift Spezial-Sondervermögen mit einem gewissen Bestand an Immobilien und Immobilien-Gesellschaften zulässig wären, beziehungsweise wann die Vorschrift des § 284 KAGB als *Lex specialis* vorgeht. Reine Immobilien-Spezial-Sondervermögen werden wohl ausschließlich nach der Vorschrift des § 284 KAGB aufgelegt werden dürfen.

Fazit

Die Vorschriften des KAGB zu Immobilien-Sondervermögen haben sich im Vergleich

zu denen des InvG in wenigen, aber relevanten Punkten wie beispielsweise der Abschaffung des Sachverständigenausschusses und der halbjährlichen Rückgabemöglichkeit von Anteilen bis zu 30.000 Euro ohne Einhaltung einer Mindesthalte- und Rückgabefrist geändert. Es ist dennoch davon auszugehen, dass das Immobilien-Sondervermögen trotz der Probleme der vergangenen Jahre und der Gesetzesänderungen auch weiterhin wettbewerbsfähig bleiben wird. Für Privatanleger existiert kein vergleichbares Produkt zum Investment in Immobilien am deutschen Markt; insbesondere konnte sich der deutsche REIT am Markt bisher nicht etablieren, und geschlossene Produkte sind deutlich weniger fungibel als das Immobilien-Sondervermögen. Dies gilt gleichermaßen für institutionelle Anleger und das Spezial-Sondervermögen, welches durch die Ausweitung der Vermögensgegenstände, in die investiert werden darf, und die Erweiterung des Anlegerkreises auf vermögende Privatpersonen weiter an Attraktivität gewinnen wird, was zur Stärkung des Fondsstandorts Deutschland beitragen wird. ◀



Alexandra Weis
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

aweis@kslaw.com

Immer eine Lösung parat

Übergangsregelungen für geschlossene Fonds

Zentrale Vorschrift hinsichtlich der Anwendbarkeit des KAGB auf zum Zeitpunkt des Inkrafttretens des KAGB bereits bestehende geschlossene Fonds ist § 353 KAGB. Die Paragraphenüberschrift „Übergangsvorschriften ...“ ist in diesem Zusammenhang irreführend, da in Wahrheit ein Bestandsschutz gewährt wird: Sofern die betroffenen AIFs die in § 353 KAGB geregelten Voraussetzungen erfüllen, werden Ausnahmen von der Anwendung des KAGB nicht lediglich vorübergehend, sondern in der Regel dauerhaft gewährt. Im Folgenden werden zunächst die bedeutendsten der in § 353 KAGB geregelten Fälle dargestellt. Dabei wird zunächst jeweils eine Fallkonstellation unterstellt, bei der ein AIFM lediglich einen AIF bzw. eine Mehrzahl solcher AIFs verwaltet, die jeweils dem gleichen Absatz des § 353 KAGB unterfallen. Nachfolgend werden Fallkonstellationen untersucht, in denen ein AIFM mehrere AIFs verwaltet, auf die für sich genommen jeweils unterschiedliche Absätze des § 353 KAGB anwendbar wären.

- § 353 Abs. 1 KAGB

Sofern bestehende Fonds nach dem Inkrafttreten des KAGB (am 22.07.2013) keine zusätzlichen Anlagen tätigen, gilt für sie vollumfänglicher Bestandsschutz. Der verwaltende AIFM ist nicht verpflichtet, die Vorschriften des KAGB einzuhalten; vielmehr ist das VermAnlG in der bis zum 21.07.2013 geltenden Fassung auf solche Fonds weiter anzuwenden.

Das alleinentscheidende Tatbestandsmerkmal der „zusätzlichen Anlagen“ wird weder im Gesetzestext noch in der Begründung zu § 353 KAGB weiter konkretisiert. Seine Auslegung bereitet jedoch Probleme in zweifacher Hinsicht: Zum einen ist hinsichtlich des Stichtags für zusätzliche Anlagen (21.07.2013) fraglich, wie zeitlich gestreckte Sachverhalte zu beurteilen sind. Das Gesetz lässt beispielsweise offen, ob es im Fall eines Grundstückskaufs darauf ankommen soll, wann der notarielle Kaufvertrag abgeschlossen wird, oder darauf,

wann der dingliche Übergang durch Eintragung ins Grundbuch erfolgt. Nicht zuletzt Gründe der Rechtssicherheit sprechen für Ersteres: Den Zeitpunkt der Eintragung des Eigentümerwechsels durch das Grundbuchamt können die Parteien nicht beeinflussen, und so hinge es vom Zufall ab, ob auf den betroffenen AIF das KAGB anwendbar wäre oder nicht, wenn man der letztgenannten Alternative folgen würde.

Weiterhin finden sich im Gesetz keine Regelungen zu einer etwaigen Wesentlichkeitsschwelle, unterhalb derer Investitionen des Fonds nicht als zusätzliche Anlagen im Sinne des § 353 Abs. 1 KAGB gelten.

Nach Ansicht der BaFin ist bei Verträgen, die eine Investition von Kapital zu Ertragszwecken beinhalten, von einer „zusätzlichen Anlage“ auszugehen. Handelt es sich bei den Anlagen um rein werterhaltende Maßnahmen, die ausschließlich der Werterhaltung dienen und diese Anlage 20% des AIF-Portfoliowertes nicht überschreitet, soll hierin allerdings keine „zusätzliche Anlage“ zu erblicken sein.

- § 353 Abs. 3 KAGB

Sofern ein Fonds bereits vor Inkrafttreten der AIFM-Richtlinie (am 22.07.2011) ausplatziert war und lediglich für einen Zeitraum bis längstens 21.07.2016 aufgelegt wurde, findet das KAGB mit Ausnahme von Rechnungslegungsvorschriften weder auf den AIFM noch auf Fonds Anwendung. Vielmehr gelten die Vorschriften des Vermögensanlagegesetzes fort, § 32 Abs. 6 VermAnlG.

- § 353 Abs. 4 KAGB

Sofern ein Fonds bereits vor dem 22.07.2011 ausplatziert war, aber nach dem 21.07.2013 noch Anlagen tätigt, hat der AIFM die Anforderungen des KAGB grundsätzlich für sich selbst sowie den Fonds umzusetzen. Die Geltung des KAGB beginnt mit Eingang des Erlaubnis-Antrags gemäß § 22 KAGB für den AIFM/die KVG bei der BaFin. Eine Ausnahme gilt hinsichtlich der Rechtsformvor-

schriften des KAGB hinsichtlich des Fonds. Dieser muss nicht in eine Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital oder eine geschlossene Investmentkommanditgesellschaft umgewandelt werden, sondern kann vielmehr in seiner bisherigen Rechtsform bestehen bleiben. Im Übrigen gelten die Vorschriften des Vermögensanlagegesetzes hinsichtlich solcher Fonds fort, § 32 Abs. 7 VermAnlG, hinsichtlich der Rechnungslegungsvorschriften ist jedoch zum Teil auf die Vorschriften des KAGB umzustellen.

- § 353 Abs. 6 KAGB

Hinsichtlich bei Inkrafttreten des KAGB bereits bestehender Fonds, also solcher, bei denen mindestens ein Anleger Anteile gezeichnet hat (vgl. § 343 Abs. 4 KAGB), die keiner der sonstigen Ausnahmegesellschaften des § 353 KAGB unterfallen, sind die Anforderungen des KAGB hinsichtlich des AIFMs sowie des Fonds in vollem Umfang umzusetzen. Die Vorschriften des KAGB gelten hinsichtlich des AIFMs grundsätzlich ab Eingang des Erlaubnis-Antrags gemäß § 22 KAGB-E für den AIFM/die KVG bei der BaFin, § 353 Abs. 6 i.V.m. § 351 Abs. 2 KAGB. Für den Fonds gelten die Vorschriften des KAGB ab Genehmigung der Anlagebedingungen, § 353 Abs. 6 i.V.m. § 351 Abs. 1 KAGB. In jedem Fall sind die Vorschriften des KAGB jedoch auf den AIFM sowie den Fonds jeweils spätestens ab dem Zeitpunkt ein Jahr nach Inkrafttreten des KAGB anzuwenden.

Verwaltung mehrerer AIFs durch einen AIFM

Während nach dem Wortlaut von § 353 Abs. 4, 5 KAGB die jeweiligen Ausnahmeregelungen schon dann zur Anwendung kommen, soweit (teilweise) Fonds verwaltet werden, welche die in den Vorschriften genannten Voraussetzungen erfüllen, war beispielsweise § 353 Abs. 1 KAGB ursprünglich anders formuliert. Auf Fondsebene sollte der Bestandsschutz nur eingreifen, sofern durch den AIFM ausschließlich solche Fonds verwaltet werden, die in § 353 Abs. 1 ►



Attraktive Bürogebäude sind häufig Bestandteil von geschlossenen Immobilienfonds.

© Thinkstock

KAGB spezifiziert sind. Dies hatte in Teilen der Fondsbranche zu der Befürchtung geführt, dass die Gefahr einer „Infektion“ solcher Fonds bestehe, die an sich Gegenstand einer Privilegierung sein sollten. Konkret: Sofern ein AIFM eine Mehrzahl von Fonds verwaltet, die an sich der Privilegierung des § 353 Abs. 1 KAGB unterfallen, aber weiterhin ein Fonds verwaltet wird, der gemäß § 353 Abs. 6 KAGB in vollem Umfang auf die Anforderungen des KAGB umzustellen ist, wäre man bei entsprechender Lesart des § 353 KAGB zu dem Ergebnis gekommen, dass sämtliche von dem AIFM verwalteten Fonds unabhängig von einer Einzelbetrachtung vollständig den Anforderungen des KAGB genügen müssen. Konsequenz dieser Auslegung wäre unter Umständen gewesen, dass aufgrund der Formulierung des § 353 Abs. 1 KAGB eine Mehrzahl von Kapitalanlagegesellschaften hätte gegründet werden müssen, die sich die Verwaltung der bestehenden Fonds entsprechend aufgeteilt hätten, was mit entsprechendem Aufwand und Kosten verbunden gewesen wäre.

Dieses Ergebnis wäre jedoch sachlich widersinnig gewesen. Während unmittelbar einsichtig ist, dass eine Kapitalverwaltungsgesellschaft sich den Regelungen des KAGB

unterwerfen muss, sofern einige der von ihr verwalteten Fonds keinen Bestandsschutz genießen und daher in vollem Umfang den Regelungen des KAGB unterfallen, ist nicht ersichtlich, weshalb dies Auswirkungen auf die sonstigen von der Kapitalverwaltungsgesellschaft verwalteten Fonds haben soll. Indem die aktuelle Fassung des § 353 Abs. 1 KAGB nunmehr nicht mehr auf die ausschließliche Verwaltung von privilegierten Fonds abstellt, stellt sich dieses Problem jedoch nicht mehr.

Behandlung von Neufonds, § 353 Abs. 7 i.V.m. § 343 KAGB

AIFMs/KVGs, die bereits vor Inkrafttreten des KAGB Tätigkeiten ausgeübt haben, die nach dessen Inkrafttreten der Erlaubnispflicht gemäß § 20 KAGB unterfallen, sollen ab Inkrafttreten des KAGB mit der Auflage von Neufonds nicht bis zur erfolgten Erlaubniserteilung warten müssen. Dementsprechend legt § 343 Abs. 3 KAGB eine 18-monatige Übergangsfrist (bis 21.01.2015) fest, innerhalb derer die Fondsaufgabe, die Verwaltung und der Vertrieb durch einen AIFM/KVG ohne erteilte Erlaubnis zulässig ist. Ein entsprechender Erlaubnis Antrag ist durch die KVG jedoch spätestens bis zum

21. Juli 2014 zu stellen, § 343 Abs. 1 KAGB. Die Rechtsfolgen einer endgültigen Versagung der Erlaubnis bzw. der Unterlassung der Stellung des Antrags bis zum vorgenannten Zeitpunkt sind drastisch: Grundsätzlich sind die verwalteten AIFs abzuwickeln, vgl. § 343 Abs. 5 i.V.m. § 15 Abs. 1 und 2 KAGB. Die Abwicklung kann jedoch durch den AIFM/die KVG mit Zustimmung von Anlegern, die mehr als 50% der Anteile des AIFs halten, dadurch abgewendet werden, dass die Verwaltung auf eine andere KVG übertragen wird, die über eine Erlaubnis nach §§ 20, 22 KAGB verfügt und sich zur Übernahme der Verwaltung bereit erklärt hat. ◀



Dr. Sven Wortberg
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

swortberg@kslaw.com

Ordnungsgemäße Einbindung von Dritten

Auslagerung nach Maßgabe des KAGB

Die Umsetzung der AIFM-RL im Hinblick auf die Auslagerung von Aufgaben durch eine KVG an Dritte („Beauftragte“) findet nunmehr ihre Konkretisierung in § 36 KAGB (alle Paragraphen ohne Angabe sind solche des KAGB) i.V.m. den Art. 75–82 des Entwurfs der AIFM-Level-2-Verordnung gemäß Art. 20 Abs. 7 der AIFM-RL (alle Artikel ohne Angabe sind solche des Entwurfs der AIFM-Level-2-Verordnung). Mit Datum vom 10.07.2013 hat die BaFin hierzu „Häufige Fragen zum Thema Auslagerung gemäß § 36 KAGB“ veröffentlicht („Hinweise der BaFin zur Auslagerung“), welche zu einer Reihe bisher offener Fragen im Zusammenhang mit der Auslegung des § 36 Stellung nehmen. Dieser Beitrag wird an geeigneter Stelle jeweils auf die Auslegung nach Maßgabe der Hinweise der BaFin zur Auslagerung verweisen. Die BaFin hatte zuvor schon mit ihrem Merkblatt zum Erlaubnisverfahren für eine KVG vom 22.03.2013 eine Anpassung ihres Rundschreibens 5/2010 (WA) vom 30.06.2010 zu den Mindestanforderungen an das Risikomanagement für Investmentgesellschaften (InvMaRisk) nach entsprechender Vorgabe des KAGB und der AIFM-Level-2-Verordnung zu gegebener Zeit in Aussicht gestellt, welche ebenfalls Vorgaben zum Thema Auslagerung enthält. Die nunmehr veröffentlichten Hinweise der BaFin zur Auslagerung geben einen Ausblick auf die zu erwartenden Anpassungen der InvMaRisk. Die Hinweise der BaFin stellen aber auch klar, dass die Vorgaben der InvMaRisk vorerst grundsätzlich weiter gelten sollen, „sofern sie nicht im Widerspruch zu den Regelungen der AIFM-VO, des KAGB oder der auf der Grundlage des KAGB zu erlassenden Verordnungen stehen, die ab dem 22.07.2013 in Kraft treten werden.“

Der folgende Beitrag wird sich bei der Darstellung der Anforderungen an eine aufsichtsrechtlich zulässige Auslagerung maßgeblich an die KVGs richten, die Immobilien-Sondervermögen verwalten. Eine entsprechende Regulierung ergab und ergibt sich derzeit in vergleichbarer Form bereits

für KAGs aus § 16 InvG. § 36 umfasst jedoch neben den schon bisher dem § 16 InvG unterworfenen KAGs zukünftig auch die Verwalter geschlossener Immobilienfonds. Es ergeben sich hierbei neue bzw. weitergehende Regelungen, so dass die bereits innerhalb der KAGs etablierten Mechanismen (z.B. Risikomanagement) zur Auswahl und laufenden Überwachung der Beauftragten zwar weiterhin genutzt werden können, zum Teil jedoch an die weitergehenden Anforderungen des KAGB angepasst werden müssen.

Anwendungsbereich

§ 36 Abs. 1 Satz 1 spricht ohne Einschränkung von Aufgaben der KVG. Eine Beschränkung der Auslagerungsregulierung auf solche Aufgaben, die für die Durchführung der Geschäfte der KVG wesentlich sind, wie dies nach § 16 Abs. 1 Satz 1 InvG noch der Fall war, findet sich nicht. Der Anwendungsbereich des § 36 fällt damit grundsätzlich weiter aus, als der des § 16 Abs. 1 InvG. Er erfasst generell alle Aufgaben, die das KAGB einer KVG originär zuweist. Dies ist insbesondere die kollektive Vermögensverwaltung im Sinne des § 1 Abs. 19 Nr. 24. Diese umfasst dem Wortlaut nach das Portfoliomanagement, das Risikomanagement, administrative Tätigkeiten, den Vertrieb eigener Investmentanteile sowie bei AIFs Tätigkeiten im Zusammenhang mit den Vermögensgegenständen des AIFs. Nach Maßgabe der Gesetzesbegründung zu § 36 Abs. 1 Nr. 3 sind solche Tätigkeiten im Zusammenhang mit den Vermögensgegenständen eines Immobilien-Sondervermögens – soweit sie keine Dispositionsbefugnis über den Vermögensgegenstand betreffen – das Facility-Management und weitere Verwaltungstätigkeiten im Zusammenhang mit der Immobilie.

Anhang I zur AIFM-RL führt hierzu unter Nr. 2 die Aufgaben auf, die eine KVG im Rahmen der kollektiven Vermögensverwaltung eines AIFs zusätzlich ausüben kann. Dies sind (2a) administrative Aufgaben (u.a. rechtliche Dienstleistungen sowie

Dienstleistungen der Fondsbuchhaltung und Rechnungslegung, Bewertung und Preisfestsetzung einschließlich Steuererklärungen, Überwachung der Einhaltung der Rechtsvorschriften oder Führung eines Anlegerregisters sowie Ausgabe und Rücknahme von Anteilen), (2b) der Vertrieb und (2c) die besagten Tätigkeiten im Zusammenhang mit den Vermögenswerten des AIFs (z.B. das Facility-Management und die Immobilienverwaltung). Die Hinweise der BaFin stellen nochmals heraus, dass insbesondere auch administrative Tätigkeiten im Sinne des Anhangs I Nr. 2a zur AIFM-RL sowie die dort unter Nr. 2c genannten Aufgaben im Zusammenhang mit der Verwaltung von Vermögensgegenständen originäre Aufgaben einer KVG sind. Zu dem Vertrieb nach Maßgabe des Anhangs I Nummer 2b der AIFM-RL behält sich die BaFin jedoch noch eine weitere Prüfung vor.

Die BaFin stellt jedoch auch klar, dass die Übertragung solcher administrativen und technischen Funktionen, welche die KVG bei der Wahrnehmung ihrer originären Aufgaben lediglich unterstützen sollen, auf Dritte nicht als Auslagerung zu bewerten ist. Dies sollen ausweislich der Hinweise der BaFin unter anderem die folgenden Funktionen sein: logistische Funktionen (z.B. Reinigungsdienst), Catering, Beschaffung von Dienstleistungen oder Gütern des Grundbedarfs, Kauf handelsüblicher Standardsoftware, die Inanspruchnahme von Hilfsleistungen beim Betrieb solcher Standardsoftware, Inanspruchnahme von Zeitarbeitskräften oder die Durchführung der Lohn- und Gehaltsabrechnung. Konsequenterweise werden damit auch zukünftig solche Leistungen, die schon nach der InvMaRisk bzw. den Erläuterungen zur InvMaRisk zu den typischerweise von Dritten bezogenen Leistungen (Fremdbezug) gehörten, nicht als Aufgaben i.S.d. § 36 bzw. als Auslagerung zu qualifizieren sein.

Gleiches soll nach Maßgabe der der BaFin auch für die Beauftragung von Beratern im Hinblick auf die Beschaffung von Infor- ►



Sinnvolle Arbeitsteilung: Wer Aufgaben auslagern oder auszulagernde Aufgaben übernehmen will, muss den hierfür maßgeblichen Kriterien genügen.

© Thinkstock

mationen und Empfehlungen im Zusammenhang mit Vermögensgegenständen des AIFs gelten. Verwertet die KVG diese Leistungen im Rahmen ihrer Anlageentscheidung, so sollen die jeweiligen Beauftragungen nicht als Auslagerung zu qualifizieren sein, solange die abschließende Anlageentscheidung der KVG auf der Grundlage einer eigenen – wenn auch unter Einbeziehung von Drittleistungen – Prüfung und Bewertung beruht.

So einfach diese Abgrenzung in der Theorie auch sein mag, lassen sich doch in der Praxis viele Grenzfälle finden. Es wird sich daher jedoch regelmäßig nicht vermeiden lassen, jeweils im Einzelfall zu prüfen, ob es sich bei der zu übertragenden Tätigkeit um eine – wie vorstehend beschriebene – Unterstützungs- bzw. Hilfsfunktion oder um eine Aufgabe der KVG i.S.d. KAGB und damit um eine Auslagerung im Sinne des § 36 handelt.

Generelle Bestimmungen zur Auslagerung nach § 36

Zu den generell zu berücksichtigenden Bestimmungen im Rahmen einer Auslagerung

von Aufgaben nach § 36 gehören unter anderem die Absätze 2 (Anzeige vor Inkrafttreten des Auslagerungsvertrags), 4 (Vertretensmüssen der KVG), 5 (Briefkastenfirma) und 9 (Anzeige der Auslagerung im Verkaufsprospekt).

Entgegen den bisherigen Regelungen des § 16 InvG ist nunmehr eine Auslagerung gemäß § 36 Abs. 2 vor dem Inkrafttreten des Auslagerungsvertrags der BaFin anzuzeigen. Dies stellt auch für KAGs nach dem InvG zumindest eine formelle Neuerung dar. Gemäß § 16 Abs. 5 InvG sind zurzeit alle in einem Geschäftsjahr bestehenden Auslagerungen erst nach Beendigung des Geschäftsjahrs gesammelt anzuzeigen. Inhaltlich ändert dies freilich nichts, da KAGs auch nach den geltenden Regelungen des § 16 InvG zur Einhaltung der investimentrechtlichen Vorgaben bei der Auslagerung wesentlicher Aufgaben verpflichtet sind.

Die Hinweise der BaFin zur Auslagerung enthalten hierzu weitere Vorgaben zum Inhalt der Auslagerungsanzeige sowie zum Umfang der mitzuliefernden Unterlagen. In der rechtzeitig vor dem Inkrafttreten

des Auslagerungsvertrags einzureichenden Auslagerungsanzeige sollen unter anderem der Beauftragte und die ausgelagerte Tätigkeit beschrieben werden. Des Weiteren sollen der Zeitpunkt des Inkrafttretens des Auslagerungsvertrags angegeben und die objektiven Gründe, die eine Auslagerung tragen sollen, aufgeführt und erläutert werden. Der Auslagerungsvertrag selbst soll jedoch bei der Anzeige nach § 36 Abs. 2 nicht gleich mit einzureichen sein. Gleiches gilt für solche Unterlagen, mit denen die Einhaltung der Voraussetzungen des § 36 und der Art. 75–82 nachgewiesen werden können. Die BaFin behält sich hierzu ihr Recht zur Nachforderung dieser Unterlagen vor. Es ist im Übrigen zu berücksichtigen, dass auch Änderungen eines bestehenden Auslagerungsvertrags nach Maßgabe des § 34 Abs. 2 anzeigepflichtig sein können.

§ 36 Abs. 4 stellt klar, dass die Haftung der KVG gegenüber dem AIF und seinen Anlegern durch eine Auslagerung nicht berührt wird. Die KVG hat ein Verschulden des Beauftragten in gleichem Umfang zu vertreten wie ihr eigenes. Entsprechend wird sich die KVG bei einem durch den Beauftragten ►

verursachten Schadenseintritt grundsätzlich nicht durch den Nachweis der ordnungsgemäßen Auslagerung exkulpieren können. Die KVG wird ihr Haftungsrisiko insofern nur durch eine sorgfältige Auswahl und Überwachung des Beauftragten und ein damit einhergehendes effizientes Risikomanagement minimieren können. Dies schließt selbstverständlich etwaige Regressansprüche der KVG gegen den jeweiligen Beauftragten nicht aus.

Die nach § 36 generell mögliche Auslagerung von Aufgaben findet in § 36 Abs. 5 ihre Grenzen. Hiernach dürfen die Aufgaben einer KVG nicht in einem Umfang übertragen werden, der dazu führt, dass die KVG als Briefkastenfirma zu bewerten ist. Was hierunter zu verstehen ist, wird durch Art. 82 konkretisiert. Gemäß § 36 Abs. 10 sind die Art. 75–82 zur Bestimmung der Voraussetzungen der § 36 Abs. 1–3 und 5–7 heranzuziehen. Gemäß Art. 82 ist unter anderem dann von einer Briefkastenfirma auszugehen, wenn die KVG nicht mehr über die Fachkenntnis und die Ressourcen verfügt, die für eine wirksame Überwachung übertragener Aufgaben bzw. die Steuerung der mit einer Übertragung verbundenen Risiken erforderlich sind. Auch wenn der KVG aufgrund einer Auslagerung in zentralen Angelegenheiten – sowohl Art. 82 als auch die aktuelle Fassung der InvMaRisk sprechen hier von Aufgaben der Geschäftsführung/-leitung – die Entscheidungsgewalt bzw. Befugnis genommen wird, soll von einer Briefkastenfirma ausgegangen werden.

Nach der bestehenden Fassung der InvMaRisk wäre die Auslagerung des Letztentscheidungsrechts über den Erwerb bzw. die Veräußerung einer Immobilie nicht – auch nicht im Wege der Portfolioverwaltung – auslagerungsfähig, da es sich bei dieser Dispositionsbefugnis um eine nicht auslagerungsfähige Kernkompetenz der Gesellschaft handelt. Dieser Gedanke wurde noch in der Gesetzesbegründung zu § 36 Abs. 1 Nr. 3 zum Gesetzentwurf der Bundesregierung zum KAGB mit Stand

vom 30.10.2012 aufgegriffen. Hiernach sollte „eine Genehmigung für eine Auslagerung auf ein nicht einer Finanzaufsicht unterliegendes Unternehmen aus[scheiden], mit welcher im Hinblick auf den Erwerb und die Veräußerung von Immobilien diesem [Auslagerungs]Unternehmen eine Dispositionsbefugnis eingeräumt werden soll.“ Diese Einschränkung findet sich in der Begründung zu § 36 Abs. 1 Nr. 3 des aktuellen Gesetzentwurfs nicht mehr wieder. Nunmehr heißt es dort: „Ob eine Genehmigung im Einzelfall erteilt werden kann, richtet sich u.a. danach, wie weitreichend die ausgelagerten Tätigkeiten und die damit übertragenen Befugnisse [...] sind.“

Die BaFin bestätigt nun im Rahmen ihrer Hinweise, dass auch im Hinblick auf Immobilien-Sondervermögen eine sogenannte Vollausslagerung des Portfoliomanagements möglich sein soll. Somit könnte zukünftig auch die Befugnis für Entscheidungen über den Kauf und Verkauf von Vermögensgegenständen auf einen Beauftragten übertragen werden. Allerdings werden damit die Anforderungen an den Beauftragten im Rahmen einer etwaigen Genehmigung nach Maßgabe des § 36 Abs. 1 Nr. 3 nicht unerheblich steigen. So soll eine solche umfangreiche genehmigungspflichtige Auslagerung auch nach Maßgabe der Hinweise der BaFin eine Ausnahme darstellen.

Gemäß § 36 Abs. 9 hat die KVG alle Aufgaben, die sie an Dritte ausgelagert hat, im Verkaufsprospekt aufzuführen.

Allgemeine Voraussetzungen der Auslagerung gemäß § 36

Gemäß § 36 Abs. 1 Nr. 1 muss die auslagernde KVG in der Lage sein, ihre gesamte Auslagerungsstruktur anhand objektiver Gründe zu rechtfertigen. Nach Maßgabe von Art. 76 hat die KVG der zuständigen Aufsichtsbehörde im Rahmen der Prüfung einer geplanten Auslagerung detaillierte Beschreibungen, Erläuterungen und

Nachweise der objektiven Gründe zur Verfügung zu stellen, die die Auslagerung tragen sollen. Hierbei sollen insbesondere die folgenden Kriterien berücksichtigt werden:

- i. Optimierung von Geschäftsfunktionen und -verfahren
- ii. Kosteneinsparungen
- iii. Fachkenntnisse des Beauftragten im Bereich der Verwaltung oder auf bestimmten Märkten oder mit bestimmten Anlagen
- iv. Zugang des Beauftragten zu den globalen Handelsmöglichkeiten

Die auslagernde KVG muss daher zukünftig nicht nur eine detaillierte Prüfung dahingehend vornehmen, ob die von ihr avisierte Auslagerung den Anforderungen an die objektiven Gründe gemäß § 36 Abs. 1 Nr. 1 i.V.m. Art. 76 genügt. Sie muss darüber hinaus sowohl ihre Prüfung als auch die hieraus gewonnenen Erkenntnisse umfassend dokumentieren, um den gesetzlich geforderten Nachweispflichten vollständig nachkommen zu können.

Auch im Hinblick auf die Person des Beauftragten trifft die auslagernde KVG gemäß § 36 Abs. 1 Nr. 2 und Nr. 6 eine umfassende und detaillierte Prüfungs- und Dokumentationspflicht. Die KVG hat bei der Auswahl des Beauftragten unter anderem sorgfältig zu prüfen und zu dokumentieren, ob dieser zum einen über ausreichende personelle und technische Ressourcen verfügt, um die zu übertragende Aufgabe ordnungsgemäß durchzuführen. Zum anderen hat die KVG zu prüfen und zu dokumentieren, ob bzw. dass die Personen, die die ausgelagerten Aufgaben tatsächlich ausführen bzw. die Geschäfte des Beauftragten tatsächlich führen, über die erforderliche Erfahrung und Fachkenntnis sowie über einen ausreichend guten Leumund verfügen.

In den Fällen, in denen der Beauftragte hinsichtlich der von ihm erbrachten Dienst- ►

leistungen innerhalb der Europäischen Union einer aufsichtsrechtlichen Kontrolle unterliegt und die Frage nach dem „guten Leumund“ im Rahmen des entsprechenden Zulassungsverfahrens von der zuständigen Aufsichtsbehörde geprüft wurde, soll sich die KVG – soweit keine gegenteiligen Anhaltspunkte vorliegen – darauf stützen dürfen, dass die entsprechenden Voraussetzungen erfüllt sind.

Im Rahmen ihrer Dokumentationspflicht muss die KVG ausweislich § 36 Abs. 1 Nr. 6 in der Lage sein darzulegen, dass

- i. unter Berücksichtigung der ihm übertragenen Aufgaben der Beauftragte über die erforderliche Qualifikation verfügt,
- ii. der Beauftragte in der Lage ist, die übernommenen Aufgaben ordnungsgemäß wahrzunehmen,
- iii. der Beauftragte ordnungsgemäß ausgewählt wurde.

Nach Maßgabe des § 36 Abs. 1 Nr. 5 darf des Weiteren die Auslagerung von Aufgaben an einen Beauftragten grundsätzlich nicht dazu führen, dass die Wirksamkeit der Beaufsichtigung der KVG durch die zuständige Aufsichtsbehörde beeinträchtigt wird oder dass die KVG an der ordnungsgemäßen und dem Aufsichtsrecht genügenden Durchführung ihres Geschäfts gehindert wird. Dies gilt insbesondere für die Verpflichtung der KVG, im Interesse ihrer Anleger zu handeln und den AIF im Interesse der Anleger zu verwalten.

Nach weiterer Maßgabe des § 6 Abs. 1 Nr. 7 sind daher in den jeweiligen Auslagerungsverträgen (i) stets Mechanismen zur direkten Überwachung des Beauftragten und

der von diesem durchgeführten übertragenen Aufgaben durch die KVG und die jeweils zuständige Aufsichtsbehörde zu integrieren, (ii) der KVG hinreichende Weisungsrechte gegenüber dem Beauftragten einzuräumen, die eine effiziente Steuerung des Beauftragten durch die KVG in den Fällen gewährleisten, in denen Nachteile zu Lasten des AIFs bzw. zu Lasten der jeweiligen Anleger zu befürchten sind, und (iii) der KVG vertragliche Möglichkeiten einzuräumen – z.B. durch entsprechende Sonderkündigungsrechte –, die Übertragung mit sofortiger Wirkung zu beenden. Für diese Fälle hat die KVG Notfallpläne bereitzuhalten, um die ausgelagerten Aufgaben nach einer solchen außerordentlichen Beendigung wieder an sich ziehen bzw. auf einen sonstigen geeigneten Dritten übertragen zu können. Die vertrauliche Behandlung aller Informationen, die der Beauftragte im Rahmen seines Auftrags über den AIF oder die KVG erhält, ist ebenfalls vertraglich sicherzustellen.

Mit der vorstehenden Prüfungs- und Dokumentationspflicht sowie den nach § 36 Abs. 1 Nr. 7 vertraglich zu installierenden Weisungs- und Kontrollbefugnissen korrespondiert § 36 Abs. 1 Nr. 8, wonach die KVG verpflichtet ist, die ordnungsgemäße Erfüllung der übertragenen Aufgaben fortwährend zu überprüfen. Auch hier ist dringend zu empfehlen, die grundsätzliche und regelmäßige Prüfung des Beauftragten und der von ihm erbrachten Leistungen in gebotenen Umfang zu dokumentieren. Nur so wird die KVG im Falle einer Überprüfung durch die zuständige Aufsichtsbehörde in der Lage sein, die Erfüllung dieser Verpflichtungen in

dem erforderlichen Umfang und der erforderlichen Tiefe nachvollziehbar darlegen zu können.

Besondere Voraussetzungen der Auslagerung gemäß § 36 KAGB

- Auslagerung des Portfolio- und Risikomanagements

Die Auslagerung der Portfolioverwaltung und des Risikomanagements unterliegt den besonderen Anforderungen des § 36 Abs. 1 Nr. 3. Grundsätzlich gilt, dass die Portfolioverwaltung und das Risikomanagement nur an solche Beauftragte ausgelagert werden dürfen, die für die Zwecke der Vermögensverwaltung zugelassen oder registriert sind und die einer entsprechenden Finanzmarktaufsicht unterliegen. Art. 78 Ziffer 2 enthält hierzu einen Katalog solcher Stellen, bei denen von einer Zulassung oder Registrierung und einer entsprechenden Aufsicht ausgegangen werden kann. Wie auch schon im Rahmen des § 16 Abs. 2 InvG führen die vorstehenden Anforderungen an den Beauftragten bei der Auslagerung der Portfolioverwaltung von Immobilien-Sondervermögen zu offenkundigen Schwierigkeiten, da die hierfür am Markt agierenden Beauftragten regelmäßig keiner eigenen Finanzmarktaufsicht unterliegen, da es sich bei Immobilien eben gerade nicht um regulierte Finanzmarktprodukte handelt. Während nach der aktuellen Fassung der InvMaRisk jedoch noch die Auslagerung des Portfoliomanagements bei Immobilien-Sondervermögen gänzlich von den besonderen Anforderungen des § 16 Abs. 2 InvG ausgenommen wurde, gilt im Rahmen des § 36 Abs. 1 Nr. 3 nunmehr, dass – soweit die Bedingung des § 36 Abs. 1 Nr. 3 nicht erfüllt werden kann – die Auslagerung des Portfoliomanagements einer Genehmigung der BaFin bedarf.

Die Voraussetzungen für eine Genehmigung gemäß § 36 Abs. 1 Nr. 3 sollen sich ausweislich der Hinweise der BaFin hierzu nach den Vorgaben des § 36 und der Art. 75–82 richten. ▶



Für potentielle Auslagerungsunternehmen, die auch die Portfolioverwaltung für Immobilien-Sondervermögen übernehmen wollen, bieten sich hier besondere Möglichkeiten zur Herausstellung der eigenen Geschäftstätigkeit. So mögen die Angleichung und die Ausrichtung der eigenen unternehmerischen Tätigkeit an den Anforderungen des KAGB im Hinblick auf die Tätigkeit der KVG und die von ihr zu berücksichtigenden Anforderungen durchaus einen entsprechenden Marktvorteil begründen. Je stärker ein potentielles Auslagerungsunternehmen mit einer an den Anforderungen des KAGB ausgerichteten Struktur und Leistungserbringung werben kann, umso eher mag sich eine KVG – aufgrund des geringeren zu erwartenden organisatorischen Aufwands bei der Erfüllung der allgemeinen und besonderen Voraussetzungen der Auslagerung – an ein solches Auslagerungsunternehmen halten.

Des Weiteren enthalten § 36 Abs. 1 Nr. 4 (Auslagerung der Portfolioverwaltung/des Risikomanagements an Unternehmen mit Sitz in einem Drittstaat) sowie § 36 Abs. 3 (Auslagerungsverbote im Hinblick auf das Portfoliomanagement und das Risikomanagement) weitere besondere Anforderungen bei der Auslagerung des Portfolio- und Risikomanagements. Diese besonderen Anforderungen werden jeweils konkretisiert durch Art. 78 Ziffer 3 im Hinblick auf die Auslagerung an Drittlandsunternehmen bzw. durch Art. 80 hinsichtlich der Ausnahmen vom Auslagerungsverbot bei potentiellen Interessenkonflikten. Für die Zwecke dieses Beitrags wird auf eine ausführliche Darstellung dieser vorgenannten besonderen Voraussetzungen verzichtet.

- **Regelungen zu Altverträgen**

Es wird generell zu prüfen sein, wie es sich mit Altauslagerungen im Licht des neuen § 36 verhält. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass § 36 Auslagerungen unter anderem nicht erfasst, die hinsichtlich solcher geschlossenen Immobilien-Sondervermögen vorgenommen wurden, die zum Zeitpunkt des Inkrafttretens des KAGB bereits vollständig ausfinanziert und ausplatziert sind

„Altauslagerungen, die das Portfolio- und/oder das Risikomanagement betreffen, bedürfen regelmäßig einer Nachgenehmigung durch die BaFin.“

und daher Bestandschutz genießen. In allen anderen Fällen dürfte der KVG als Vertragspartner des Auslagerungsvertrags – wo dies einschlägig und erforderlich sein mag – ein Recht zur Anpassung oder zum Rücktritt/zur Kündigung des jeweiligen Auslagerungsvertrags unter dem Rechtsinstitut der Störung der Geschäftsgrundlage zustehen. Rechtsänderungen oder sogenannte Eingriffe von hoher Hand – wie die Einführung des KAGB – sind ein Unterfall der Störung der Geschäftsgrundlage. Sollte sich ein Beauftragter daher gegen die KAGB-konforme Anpassung seines Auslagerungsvertrags stellen, wird die KVG diesen Auslagerungsvertrag voraussichtlich entsprechend beenden können. Es versteht sich, dass die jeweiligen Voraussetzungen hierbei für jeden Einzelfall neu zu prüfen sind.

Von besonderem Interesse ist auch die Frage, ob Altverträge – die auch die Auslagerung des Portfolio- und/oder Risikomanagements beinhalten – i.S.v. § 36 Abs. 1 Nr. 3 von der BaFin nachzugenehmigen sind. Berücksichtigt man den dem Genehmigungserfordernis zugrundeliegenden Gedanken des Anlegerschutzes, wird hiervon auszugehen sein. Dies wird nunmehr auch durch die Hinweise der BaFin klar gestellt. Eine Genehmigung gemäß § 36 Abs. 1 Nr. 3 ist hiernach auch für Altverträge einzuholen, soweit diese auch Aufgaben des Portfolio- und/oder Risikomanagements beinhalten. Diese Prüfung sollte für jede „verdächtige“ Altauslagerung mit der notwendigen Sorgfalt vorgenommen werden, um etwaige aufsichtsrechtliche Sanktionen zu vermeiden.

Fazit

Die Anforderungen an die Auslagerung von Aufgaben nach dem KAGB entsprechen

überwiegend den schon bekannten Anforderungen nach dem InvG unter Berücksichtigung der InvMaRisk. Allerdings verlangt § 36 KAGB neben einzelnen zusätzlichen materiellen Anforderungen insbesondere ein erhebliches Maß an Prüfung, Überwachung und insbesondere Dokumentation hierzu. Unter anderem unterliegt zukünftig die Auslagerung des Portfoliomanagements für Immobilien-Sondervermögen den besonderen Anforderungen des § 36 Abs. 1 Nr. 3 KAGB, vornehmlich im Hinblick auf das Erfordernis einer Genehmigung der Auslagerung durch die BaFin.

Hierzu stellt sich die Frage, wie bestimmte Immobilien betreffende Leistungen zu qualifizieren sind. Die Gesetzesbegründung zu § 36 Abs. 1 Nr. 3 stellt klar, dass sowohl das Facility-Management als auch weitere Verwaltungstätigkeiten im Zusammenhang mit Immobilien – soweit sie keine Dispositionsbefugnisse über die Vermögensgegenstände beinhalten – nicht als Bestandteil der Portfolioverwaltung zu bewerten sind. So werden in der Praxis solche Auslagerungsverträge einer besonders sorgfältigen Prüfung bedürfen, die – zur Vermeidung eines etwaigen Genehmigungserfordernisses – zwar das Assetmanagement erfassen, das Portfoliomanagement jedoch unberührt lassen sollen. ◀

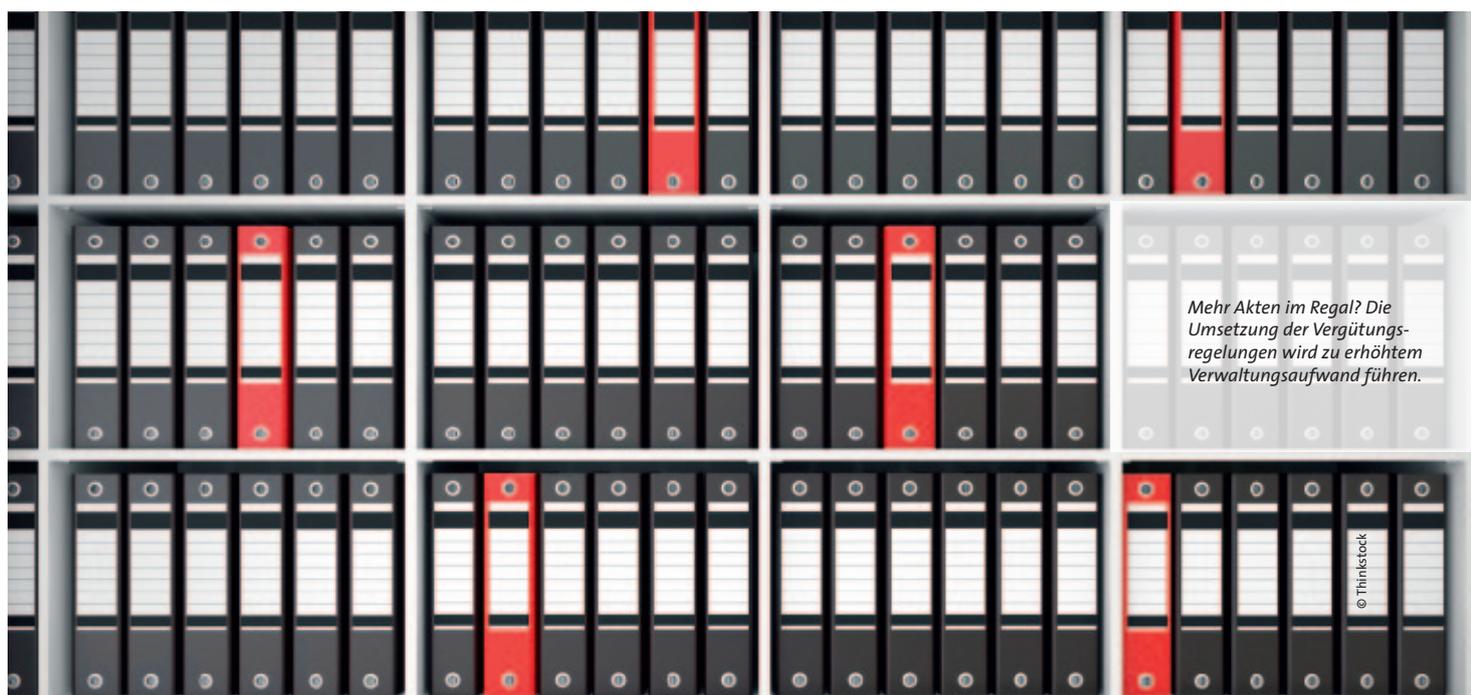


Olaf M. Jacobsen
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

ojacobsen@kslaw.com

Anreize ohne Risiken schaffen

Vergütungssysteme nach dem KAGB



In der neueren Zeit greift der Gesetzgeber zugunsten übergeordneter Schutzzweckerwägungen verstärkt in die Privatautonomie einzelner Marktteilnehmer ein. Im Fokus stehen hierbei vermehrt individuell ausgehandelte Managervergütungen im Finanzsektor. Nachdem zunächst im Jahr 2009 neue Regeln für die Vergütung von Vorstandsmitgliedern von Aktiengesellschaften eingeführt wurden, regelte der Gesetzgeber anschließend den gesamten Finanzdienstleistungs- und Versicherungsbereich. Nunmehr hat er auch die Vergütungssysteme im Fondsbereich im Blick, indem er konkrete Vorgaben zu Vergütungsstrukturen für Mitarbeiter von AIFMs macht. Insgesamt besteht das Ziel des Gesetzgebers bei der Vergütungsregulierung im Finanzsektor darin, falsche Vergütungs- und Anreizstrukturen zu vermeiden. Dabei steht stets der Systemschutzgedanke für die Vermeidung von Risiken für die Finanzmärkte im Vordergrund. Es ist bereits jetzt abzusehen, dass durch die Vergütungsregulierung auf die AIFMs ein

erheblicher Verwaltungsaufwand zukommen wird.

Institutioneller Anwendungsbereich

Im Rahmen der Umsetzung der AIFM-RL sind die Vorgaben an die Politik zur Vergütung von AIFMs von großer praktischer Bedeutung. Die Einzelheiten sind in § 37 KAGB geregelt, der seinerseits unmittelbar auf die Anforderungen in Art. 13 i.V.m. Anhang II AIFM-RL verweist. Flankiert werden diese gesetzlichen Vorgaben durch die „Guidelines“ (Final report – Guidelines on sound remuneration policies under the AIFMD, sog. Level-3-Maßnahme) der ESMA.

Sofern keine der Ausnahmebestimmungen nach § 2 Abs. 3 bis 7 KAGB eingreifen, gelten die Vorgaben zu den Vergütungsstrukturen in § 37 KAGB für alle AIFMs, unabhängig davon, ob sie offene oder geschlossene Fonds verwalten. Somit sind alle bisherigen Kapitalanlagegesellschaften

Regelungsadressaten, sofern sie nicht nur Investmentvermögen nach der OGAW-Richtlinie verwalten.

Zu den erwähnten Ausnahmebestimmungen, bei deren Vorliegen die Vergütungsregelung des § 37 KAGB (neben weiteren Regelungen) keine Anwendung findet, zählt zunächst die Konzernausnahme nach § 2 Abs. 3 KAGB. Danach ist das KAGB nicht auf einen AIFM anzuwenden, soweit dieser einen oder mehrere AIFs verwaltet, deren Anleger ausschließlich zum selben Konzern gehören wie der AIFM und selbst keine AIFs sind. Sofern sich ein AIFM (durch entsprechenden Gesellschafterbeschluss) nicht freiwillig der Geltung des KAGB unterwirft, findet die Vergütungsregelung ferner keine Anwendung auf einen AIFM, der direkt oder indirekt über eine verbundene Gesellschaft ausschließlich Spezial-AIFs verwaltet und bei dem der Wert der verwalteten Vermögensgegenstände der verwalteten Spezial-AIFs bestimmte Grenzwerte nicht überschreitet (100 Millionen Euro ►

mit Leverage bzw. 500 Millionen Euro ohne Leverage), § 2 Abs. 4 KAGB. Das Gleiche gilt für einen AIFM, der direkt oder indirekt über eine verbundene Gesellschaft ausschließlich inländische geschlossene AIFs verwaltet, bei denen es sich nicht ausschließlich um Spezial-AIFs handelt und bei denen der Wert der verwalteten Vermögensgegenstände den Grenzwert von 100 Millionen Euro mit Leverage nicht überschreitet, § 2 Abs. 5 KAGB. Freilich steht auch diese Ausnahme unter dem Vorbehalt, dass sich der AIFM nicht freiwillig dem Regime des KAGB unterwirft.

Zudem bestehen weitere Ausnahmen für intern verwaltete Fonds, d.h. für solche, bei denen der AIFM zugleich der AIF ist (§§ 1 Abs. 12, 17 Abs. 2 Nr. 2 KAGB), sofern sich dieser nicht freiwillig dem KAGB unterworfen hat. In diesem Zusammenhang ist die Vergütungsregelung auf einen internen AIFM nicht anwendbar, wenn die Vermögensgegenstände des verwalteten geschlossenen Publikumsfonds einen Wert von 5 Millionen Euro einschließlich Leverage nicht überschreiten und der Anlegerkreis auf höchstens fünf natürliche Personen begrenzt ist (§ 2 Abs. 4a KAGB). Das Gleiche gilt für einen internen AIFM, der einen inländischen geschlossenen Publikums-AIF verwaltet und bei dem (i) die verwalteten Vermögensgegenstände 100 Millionen Euro nicht überschreiten, (ii) der AIF in der Rechtsform einer Genossenschaft aufgelegt ist, die verpflichtend nach dem Genossenschaftsgesetz einem Prüfungsverband angeschlossen ist und den im Genossenschaftsgesetz vorgesehenen Pflichtprüfungen unterliegt, (iii) die Nachschusspflicht in der Satzung ausgeschlossen ist und (iv) aufgrund gesetzlicher Regelungen (wie z.B. dem Erneuerbare-Energien-Gesetz) ein Mindestbetrag aus der Nutzung des Sachwerts, in den der AIF direkt oder indirekt investiert ist, langfristig sichergestellt ist.

Die Ausnahmen in § 2 Abs. 6 und 7 KAGB, bei deren Vorliegen die Vergütungsregelung ebenfalls keine Anwendung findet, dienen

der Anpassung des KAGB an die Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds und die Verordnung über Europäische Fonds für soziales Unternehmertum.

Betroffene Mitarbeiter

§ 37 KAGB adressiert die Vergütungen bestimmter Mitarbeiter eines AIFMs. Betroffen sind die Arbeitsverträge sämtlicher Personen, die unmittelbar oder mittelbar das unternehmerische Geschick des AIFMs bzw. des AIFs steuern. Hierzu gehören die Geschäftsleiter, sonstigen Risikoträger sowie Mitarbeiter mit Kontrollfunktionen. Zu den sonstigen Risikoträgern zählt das KAGB alle Mitarbeiter, deren Tätigkeiten einen wesentlichen Einfluss auf das Risikoprofil des AIFMs oder der verwalteten AIFs haben. Daneben werden aber auch alle übrigen Mitarbeiter erfasst, die sich auf derselben Einkommensstufe befinden wie Geschäftsleiter und Risikoträger, und zwar nach dem Wortlaut unabhängig davon, welche Funktionen sie erfüllen.

Diese abstrakte Eingrenzung der betroffenen Mitarbeiter wird in den Guidelines der ESMA in nicht abschließender Form konkretisiert. Sofern in der Praxis allerdings dennoch Abgrenzungsschwierigkeiten bestehen, ist anhand des Sinn und Zwecks des Gesetzes zu bestimmen, ob ein konkreter Mitarbeiter in den Anwendungsbereich der Vergütungsregelung fällt.

Der Sinn und Zweck des Gesetzes wird auch dann entscheidend sein, wenn es um die Beurteilung von (bewussten oder unbewussten) Gestaltungen geht, die zwar nicht gegen den Wortlaut des § 37 KAGB verstoßen, allerdings grundsätzlich geeignet sind, eine Gesetzesumgehung darzustellen. Obgleich die Umgehung zwingender Gesetze per se unzulässig und daher eine dies anordnende Regelung (zumindest aus nationaler Sicht) überflüssig ist, untersagt Ziff. 1 lit. r Anhang II AIFM-RL ausdrücklich die „Umgehung der Anforderungen dieser Richtlinie“. Die Guidelines nennen hierzu beispielhaft

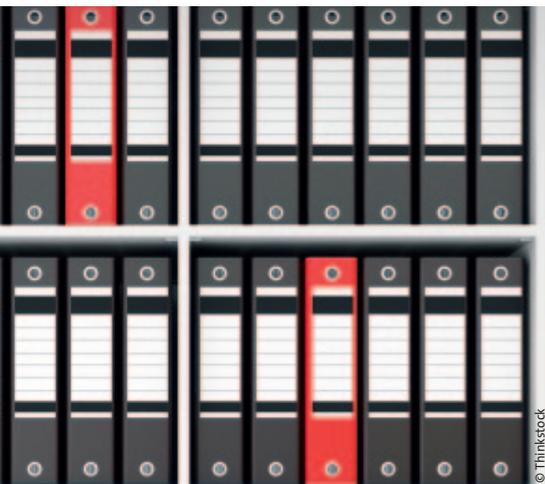


die Auslagerung von Portfolio- und Riskmanagementfunktionen auf dritte Unternehmen (Annex 3, IV, Ziff. 18 [vgl. ferner auch Ziff. 15] Guidelines). Hier hat der AIFM über entsprechende vertragliche Regelungen mit dem Auslagerungsunternehmen sicherzustellen, dass dieses eine entsprechende Vergütungsstruktur für seine Mitarbeiter einführt, sofern auf das Auslagerungsunternehmen nicht seinerseits eine entsprechende gesetzliche Vorschrift anwendbar ist.

Welche Vergütungsregeln zu beachten sind

§ 37 KAGB greift, dem Systemschutzanliegen folgend, in die Vergütungsstruktur von AIFMs ein, lässt jedoch die Höhe der an die betroffenen Mitarbeiter gezahlten Vergütungen unangetastet. Eine Regelung wie in § 3 Abs. 4 Satz 2 der Instituts-Vergütungsverordnung für Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute, wonach das Verwaltungs- oder Aufsichtsorgan bei der Festsetzung der Vergütung des einzelnen Geschäftsleiters dafür zu sorgen hat, dass diese in einem angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben und Leistungen des Geschäftsleiters sowie zur Lage des Instituts steht und die übliche Vergütung nicht ohne besondere Gründe übersteigt, ist im KAGB nicht vorhanden.

Je nach Strukturierung des AIFs kommt allerdings die Überprüfung der Angemessenheit der Vergütungen aus anderen rechtlichen Gesichtspunkten in Betracht. Ist ein AIF beispielsweise als intern verwaltete Investment-AG aufgelegt, sind die gesellschaftsrechtlichen Vorgaben des AktG zu beachten. Hier hat der Aufsichtsrat bei der Festsetzung der Gesamtbezüge des einzelnen Vorstandsmitglieds dafür zu sorgen, dass diese in einem angemessenen Verhältnis zu den Aufgaben und Leistungen des



Vorstandsmitglieds sowie zur Lage der Gesellschaft stehen und die übliche Vergütung nicht ohne besondere Gründe übersteigen (§ 87 Abs. 1 Satz 1 AktG).

Das KAGB enthält zunächst das allgemeine Postulat, dass das Vergütungssystem mit einem soliden und wirksamen Risikomanagement vereinbar und diesem förderlich sein muss. Es darf keine Anreize setzen zur Eingehung von Risiken, die mit dem Risikoprofil, den Anlagebedingungen, der Satzung oder dem Gesellschaftsvertrag der verwalteten Investmentvermögen nicht vereinbar ist. Diese allgemeine Vorgabe wird durch die Bezugnahme auf Anhang II der AIFM-RL konkretisiert. So darf bspw. eine garantierte variable Vergütung ausschließlich im ersten Jahr der Beschäftigung gewährt werden und auch dann nur in begründeten Ausnahmefällen. Die Festvergütung und die variablen Vergütungskomponenten müssen in einem angemessenen Verhältnis stehen, und die variable Vergütung muss ihrerseits mindestens zu 50% aus einer (unterschiedlich gestaltbaren) Beteiligung am Fonds bestehen. Mindestens 40% der variablen Vergütung müssen über einen Zeitraum von grundsätzlich mindestens drei bis fünf Jahren zurückbehalten werden und sind nur unter Berücksichtigung weiterer Besonderheiten auszahlbar (Finanzlage des AIFMs, Leistung der betreffenden Geschäftsabteilung, des AIFs und der betreffenden Person). Da durch die variablen Vergütungselemente eine Erfolgsbeteiligung des Managements herbeigeführt werden soll, damit die Interessen von Fondsmanagement und Anlegern parallel laufen, dürfen die betroffenen Mitarbeiter insofern nicht auf persönliche Hedgingstrategien oder vergütungs- und haftungsbezogene Versicherungen zurückgreifen, um die in ihren Vergütungsregelungen verankerte Ausrichtung am Risikoverhalten zu unterlaufen.

Flankiert werden die vergütungsbezogenen Vorgaben durch umfassende vorvertragliche und jährliche Pflichten zur Offenlegung der Vergütungen von AIFM-Mitarbeitern gegenüber Anlegern und der Aufsichtsbehörde, die sich aus den zahlreichen Bestimmungen des KAGB ergeben, die die Transparenzanforderungen nach der AIFM-RL umsetzen.

Zu beachten ist ferner die Pflicht von AIFMs, sofern sie große/komplexe AIFs verwalten, einen Vergütungsausschuss einzurichten. Der Vergütungsausschuss muss sachkundig und unabhängig sein, um seine Aufgaben erfüllen zu können. Hierzu gehören die Entscheidungen über die Vergütung der betroffenen Mitarbeiter des AIFMs sowie die Überwachung der Auswirkungen der Vergütungssysteme auf das Risikomanagement. Einzelheiten werden in Ziff. 3 Anhang II AIFM-RL, auf den § 37 Abs. 2 KAGB Bezug nimmt, geregelt und in Annex 2, X.II. Guidelines der ESMA konkretisiert.

Möglichkeit zum Verzicht auf variable Vergütungselemente?

Die Anforderungen, die Anhang II AIFM-RL an die variable Vergütung der betroffenen Mitarbeiter des AIFMs stellt, werden in der Praxis teilweise zu Umsetzungsschwierigkeiten führen. Dies gilt insbesondere für die Vorgaben in Ziff. 1 lit. m Anhang II AIFM-RL. Danach muss ein erheblicher Anteil der variablen Vergütungskomponente, mindestens aber 50% (es sei denn, weniger als 50% des vom AIFM verwalteten Gesamtportfolios entfallen auf AIFs), aus Anteilen des betreffenden AIFs oder gleichwertigen Beteiligungen oder mit Anteilen verknüpften Instrumenten oder gleichwertigen unbaren Instrumenten bestehen.

Sofern aus praktischer Sicht zum Teil Bedenken dahingehend geäußert werden, dass eine Beteiligung der betreffenden Mitarbeiter des AIFMs am AIF letztlich dazu führt, dass den Anlegern gegenüber die Vergütungssysteme offengelegt werden, so

ist dies im Ergebnis bedeutungslos, da den AIFM grundsätzlich ohnehin vorvertragliche und jährliche Pflichten zur Offenlegung der Vergütungen von AIFM-Mitarbeitern treffen. Im Übrigen sind hier vielfältige Gestaltungsmöglichkeiten denkbar, von Treuhandlösungen bis hin zu rein virtuellen Beteiligungen an dem AIF, die eine rechtliche Beteiligung an diesem exakt abbilden.

Abgesehen von dem Verwaltungsaufwand, der hier auf den AIFM zukommen wird, ist ferner zu beachten, dass die Implementierung der Vergütungsvorgaben auch umfangreiche arbeitsvertragliche Regelungen erforderlich machen wird. Insofern liegt die Überlegung nahe, ob auf die Zahlung bzw. Vereinbarung variabler Vergütungskomponenten nicht gänzlich verzichtet werden sollte. Dies ist hinsichtlich der in der Praxis anzutreffenden Vergütungssysteme innerhalb geschlossener Immobilienfonds bis dato häufig der Fall. Die Managementgesellschaft erhält hier typischerweise keine erfolgsabhängige Vergütung, sondern fixe Gebühren, die sich aus dem Fondsvermögen berechnen. In diesem Zusammenhang könnte vertreten werden, dass, streng am Wortlaut orientiert, das KAGB lediglich konkrete Anforderungen an das „Wie“, nicht aber an das „Ob“ einer variablen Vergütung stellt. Denn eine ausdrückliche Pflicht zur Gewährung variabler Vergütungselemente enthält das KAGB zumindest nicht.

Gegen Fixvergütungen, die sich nur am Fondsvolumen orientieren, spricht jedoch, dass eine solche Vergütungsstruktur das Management zu einem dem Interesse der Anleger widersprechenden „Aufblähen“ der Fonds verleiten kann. Nach Auffassung der ESMA stellt dies einen Interessenkonflikt im Sinne von Art. 14 AIFM-RL dar, den es zu verhindern gilt. Es ist nicht auszuschließen, dass die BaFin die insofern inhaltsgleiche Regelung in § 27 Abs. 1 Nr. 1 KAGB ebenfalls in diese Richtung interpretiert. Zudem würde eine derartige Vergütungsstruktur (Verzicht auf Erfolgsbeteiligung zugunsten höherer Fixvergütung) aus ►

Investorensicht die Vermutung begründen, dass der AIFM von seiner eigenen Anlagestrategie nicht überzeugt ist.

Was gilt bei entgegenstehenden Vereinbarungen in Neuverträgen?

Schließt der AIFM nach Inkrafttreten des KAGB Arbeits- bzw. Anstellungsverträge mit unter den personellen Anwendungsbezug des § 37 KAGB fallenden Personen ab („Neuverträge“) und vereinbart dabei Vertragsbedingungen, die einem angemessenen Vergütungssystem widersprechen, hat die BaFin aufsichtsrechtlich die Befugnis, gegenüber dem AIFM eine Untersagungsverfügung hinsichtlich der Erfüllung einer solchen konkreten Verpflichtung zu erlassen und mit Androhung bzw. anschließender Festsetzung von Zwangsgeld durchzusetzen.

Die Frage nach den zivilrechtlichen Folgen zwischen dem AIFM und dem betroffenen Mitarbeiter lässt das KAGB allerdings unbeantwortet. Dies wird sich daher nach allgemeinen Grundsätzen bestimmen. Zumindest der Arbeits- bzw. Anstellungsvertrag selbst wird nicht unwirksam sein, da sich der Schutzzweck des § 37 KAGB nur gegen entsprechende Vergütungsvereinbarungen richtet, nicht aber gegen den Bestand der Arbeitsverhältnisse als solche.

Um den Sinn und Zweck der Norm zu verwirklichen, wäre zwar eine Gesetzesauslegung sinnvoll, bei der ein betroffener Mitarbeiter keinen Vergütungsanspruch gegen den AIFM hat, soweit dieser gegen § 37 KAGB verstößt. Vor diesem Hintergrund wäre es naheliegend, die Vergütungsregelung als ein Verbotsgesetz zu begreifen, mit der Folge, dass eine den Anforderungen nicht entsprechende Vergütungsvereinbarung unwirksam ist; in der Konsequenz wäre eine „übliche Vergütung“ als vereinbart anzusehen (deren Bestimmung Schwierigkeiten bereiten kann).

Allerdings spricht der Wortlaut des § 37 KAGB eher gegen eine Auslegung als Ver-

botsgesetz. Möglich wäre daher auch eine Deutung der Norm in dem Sinne, dass gegen § 37 KAGB verstoßende Vergütungsregelungen dennoch zivilrechtlich wirksam sind. Anderenorts, nämlich im Rahmen der Regulierung der Bezüge von Vorstandsmitgliedern von Aktiengesellschaften durch § 87 AktG, hat sich eine solche Gesetzesauslegung als herrschende Meinung herausgebildet. An dieser Stelle entspricht es allerdings ebenfalls der herrschenden Meinung, dass sich das für die Festlegung des Vergütungssystems zuständige Organ gegenüber der Gesellschaft schadenersatzpflichtig macht, wenn es schuldhaft die gesetzlichen Vorgaben hinsichtlich der Vergütungsregelung missachtet.

Geltung für Altverträge

Eine brisante Frage liegt zudem darin, ob die neuen Vergütungsregelungen auch auf Verträge von Mitarbeitern, die zum Zeitpunkt des Inkrafttretens des KAGB bereits wirksam bestehen („Altverträge“), Anwendung finden, und bei Bejahung dieser Frage ferner, welche Anforderungen an einen AIFM bei der Implementierung dieser Vorgaben in die einzelnen Altverträge zu stellen sind.

Sofern das KAGB auf AIFMs Anwendung findet, die bereits vor dem Inkrafttreten des KAGB Altverträge abgeschlossen haben, dürfte davon auszugehen sein, dass die Vergütungsregeln auch auf diese Verträge Anwendung finden, unter Berücksichtigung der Übergangsvorschriften und sofern keine der obengenannten Ausnahmen nach § 2 KAGB gegeben sind. Denn der AIFM hat den Rechtsvorschriften des KAGB nachzukommen. Die Anwendung des § 37 KAGB auf Altverträge wird dabei freilich nur ex nunc erfolgen, also nur ab dem Zeitpunkt des Inkrafttretens für die Zukunft.

Rechtstechnisch handelt es sich hierbei um eine grundsätzlich zulässige sogenannte unechte Rückwirkung bzw. tatbestandliche Rückanknüpfung eines neu zu erlassenden Gesetzes. Ein solches Gesetz liegt vor, wenn

es an einen Sachverhalt anknüpft, der in der Vergangenheit (vor dem Inkrafttreten des Gesetzes) begonnen hat und gegenwärtig (zum Zeitpunkt des Inkrafttretens des Gesetzes) noch andauert. Dies ist bei § 37 KAGB, der sich auf Arbeits- bzw. Anstellungsverträge als Dauerschuldverhältnisse bezieht, der Fall.

Unbeantwortet bleibt allerdings die Frage, wie ein AIFM die Vergütungsregelungen umsetzen soll, wenn der betroffene Mitarbeiter einer Änderung seines Altvertrags nicht zustimmt. Wird das in § 37 KAGB zum Ausdruck kommende Regelungsanliegen des Gesetzgebers ernst genommen, muss auch insofern ein Ergebnis befürwortet werden, bei dem es dem AIFM möglich ist, den Vorgaben der Vergütungsregelung gerecht zu werden. Hierfür kommen grundsätzlich verschiedene juristische Begründungsmodelle in Betracht, die von einem Anspruch auf Vertragsanpassung bis zur Möglichkeit einer Änderungskündigung (also der Kündigung des Altvertrags, verbunden mit dem Angebot zum Neuabschluss eines Arbeitsvertrags mit geänderten Bedingungen) reichen.

Fazit

Insgesamt wird die Umsetzung der Vergütungsregelungen nicht nur zu einem erhöhten Verwaltungsaufwand führen, sondern auch zahlreiche Rechtsfragen aufwerfen. Auch wenn das KAGB diese Fragen überwiegend ungeklärt lässt, werden sich eventuelle Umsetzungsschwierigkeiten im Einzelfall dennoch bewältigen lassen. ◀



Cüneyt Andac, LL.M. oec.
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

candac@kslaw.com

Oftmals Strategiewechsel nötig

Der Vertrieb von AIFs nach dem KAGB

Einführung

Eine wesentliche Neuerung, welche das AIFM-Umsetzungsgesetz – insbesondere das darin beherbergte Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) – mit sich bringt, ist eine Reform der Vertriebsvorschriften.

Vertriebsvorschriften – in diesem Beitrag beschränkt auf den Vertrieb von inländischen Publikums- und Spezial-AIFs im Inland – sind von essentieller Bedeutung für das erfolgreiche Vermarkten des AIFs und folglich essentiell für das Wirtschaften des AIFMs. Da das Investmentgesetz aufgehoben und das KAGB nun sämtliche fonds-spezifischen Fragestellungen regeln und abdecken wird, erscheint es zunächst angezeigt, einen cursorischen Überblick über die Vertriebsvorschriften zu geben.

Die Vertriebsvorschriften finden sich fortan in den §§ 293 ff. KAGB. Die Gestaltung der Vertriebsvorschriften mag auf den ersten Blick – ob Struktur und Aufbau – mehr Verwirrung stiften als Übersicht bieten. Doch

eine etwas genauere Auseinandersetzung mit den Regulierungen offenbart, dass sich die Vertriebsvorschriften grundsätzlich in zwei Bereiche aufteilen lassen: zum einen in den Bereich der allgemeinen Vertriebsvorschriften und zum anderen in den des (neuen) Anzeigeverfahrens.

Jungfräulich und sehr weitreichend ist die Definition des Vertriebs. Während das Investmentgesetz nur den öffentlichen Vertrieb als solchen definierte, versteht der Entwurf des KAGB nun Vertrieb als das direkte oder indirekte Anbieten oder Platzieren von Anteilen oder Aktien eines Investmentvermögens. Dies führt dazu, dass grundsätzlich jeglicher Vertrieb anzeigepflichtig ist. Das bedeutet freilich, dass ein anzeigefreies sogenanntes Private Placement nun nicht mehr möglich ist. Ausnahmen sieht das KAGB nur für sogenannte Klein-AIFMs vor. Zwar unterliegen diese keiner Erlaubnis- und weiteren Vertriebsanzeigepflicht, dafür aber einer Registrierungspflicht, die darüber hinaus

auch weitere Berichtspflichten nach sich zieht.

Eine weitere Einschränkung erfährt die Vertriebsdefinition hinsichtlich (semi)professioneller Anleger. Ein Vertrieb an (semi)professionelle Anleger ist nur dann gegeben, wenn der Vertrieb auf Initiative oder im Auftrag des AIFMs erfolgt. Ein passiver Vertrieb, beispielsweise wenn ein Investor mit einem Angebot auf den AIFM zukommt, fällt nicht unter den Katalog der Vertriebsvorschriften.

Allgemeine Vertriebsvorschriften

Die allgemeinen Vertriebsvorschriften umfassen sämtliche Pflichten gegenüber dem Anleger, wie beispielsweise Informations- und Veröffentlichungspflichten. Die Reichweite und der Umfang der jeweiligen Pflichten richten sich nach AIF-Typus bzw. Anlegerkategorie. Der KAGB-Entwurf unterscheidet nun erstmals in drei Anlegerkategorien, namentlich den Privatanleger, den semiprofessionellen Anleger und den professionellen Anleger. Die neu eingeführte Anlegerart des semiprofessionellen Anlegers wird allerdings im Wesentlichen der des professionellen Anlegers gleichgestellt.

Hinsichtlich der Pflichten, die gegenüber einem Privatanleger zu erfüllen sind, weist das KAGB keine grundlegenden Neuerungen auf. Generell wurden, bis auf redaktionelle Anpassungen, die Pflichten, die sich bereits aus dem Investmentgesetz ergaben, übernommen. So sind dem Anleger weiterhin vor Vertragsschluss die wesentlichen Anlegerinformationen und der Verkaufsprospekt zu übergeben. Neben den genannten Informationspflichten obliegen dem AIFM ferner sogenannte regelmäßige Informationspflichten. Der AIFM bzw. die KVG hat sämtliche in § 301 KAGB aufgezählten Informationen, regelmäßig – je nach Änderung – zu aktualisieren und dem Anleger zugänglich zu machen. Was die Informationspflichten gegenüber dem (semi)professionellen Anlegerkreis betrifft, offenbart ▶



Der nächste Schachzug will wohlüberlegt sein: Die Vertriebsvorschriften können zu einem Strategiewechsel führen.

sich nun ein erheblicher Pflichtenkanon. Wegweisend ist die äußerst umfangreiche Vorschrift des § 307 KAGB.

Im Gegensatz zum Privatanleger ist den (semi)professionellen Anlegern jedoch kein Verkaufsprospekt zu überreichen. Daher drängt sich die Frage auf, wie der Informationspflicht wohl am besten genügt werden kann. Sicherlich können sämtliche Informationen jeweils einzeln überreicht werden. Diese Vorgehensweise mag jedoch den Nachteil mit sich bringen, dass einzelne Informationen nicht übergeben werden und daher die gesamte Informationsübermittlung darunter leidet, was sich haftungsrechtlich negativ auswirken kann. Eine andere Möglichkeit besteht darin, dem (semi)professionellen Anleger auch einen – untechnisch gesprochen – Prospekt zu überreichen. Der Vorteil eines solchen Prospekts läge darin, sämtliche Informationen immer gebündelt übergeben zu können und so die Gefahr zu minimieren, einzelne Informationen schlicht zu vergessen. Dies garantiert mehr Sicherheit im Hinblick auf eine etwaige Haftung der KVG.

Anzeigeverfahren

Ein weiteres Novum, welches durch das KAGB implementiert wird, ist das Anzeigeverfahren, das KVGs zu durchlaufen haben, wenn sie einen Vertrieb von AIFs beabsichtigen. Ausgenommen von der Anzeigepflicht sind nur Klein-KVGs gem. § 2 Abs. 4 und 5 KAGB. Das Anzeigeverfahren selbst lässt sich in zwei Abschnitte unterteilen. Als erster Schritt obliegt der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht eine Vollständigkeitsprüfung und, darauf aufbauend, in einem zweiten Schritt eine materielle Überprüfung.

Zu beachten ist, dass bis auf einige Fonds, die ewigen Bestandsschutz genießen, sämtliche anderen eine Vertriebsanzeige nachholen müssen.

• Publikums-AIFs

Beabsichtigt eine KVG den Vertrieb eines Publikums-AIFs, hat sie der BaFin vorab folgende Unterlagen zu übermitteln: den Geschäftsplan, die Anlagebedingungen und gegebenenfalls die Satzung, den Verkaufsprospekt und die wesentlichen Anlegerinformationen, Angaben zur Verwahrstelle. Neben Vorsicht ist vor allem Vollständigkeit geboten, getreu dem Motto: „Viel hilft viel!“, denn da das gesamte Vorhaben unter dem Schirm des Anlegerschutzes steht, ist ein „Mehr“ an Information sicher besser als das Gegenteil.

• Vollständigkeitsprüfung

Ein „Mehr an Information“ ist vor allem im Hinblick auf die von der BaFin durchzuführende Vollständigkeitsprüfung von Vorteil. Im Rahmen der sogenannten 2-Schritt-Prüfung prüft die BaFin die von der KVG einzureichenden Dokumente und Unterlagen zunächst auf deren Vollständigkeit. Gem.

§ 316 Abs. 2 KAGB hat die BaFin innerhalb von 20 Arbeitstagen die Anzeigeunter-

lagen auf Vollständigkeit zu überprüfen. Beachtenswerterweise spricht das Gesetz von Arbeitstagen und nicht von Werktagen. Das heißt, dass die BaFin grundsätzlich bis zu vier Wochen (vorausgesetzt, innerhalb der Frist liegt kein Feiertag) Zeit hat, um die Unterlagen zu prüfen. Sollten die Unterlagen vollständig sein, so geht die BaFin zur materiellen Prüfung über. Gelangt die BaFin jedoch zu dem Schluss, dass die eingereichten Unterlagen unvollständig sind, fordert sie die fehlenden bei der KVG nach. Sobald die KVG die fehlenden Unterlagen nachgereicht hat – im Wege der sogenannten Ergänzungsanzeige –, fährt die BaFin mit der Vollständigkeitsprüfung fort. Allerdings beginnt die 20-Arbeitstage-Frist erneut zu laufen. Dieser Umstand kann, werden die Unterlagen nicht mit Bedacht eingereicht, einen Pingpong-Effekt hervorrufen. Es ist daher dringend anzuraten, vor Einreichung der Unterlagen diese penibel auf deren Vollständigkeit hin zu prüfen, denn Unvollständigkeit führt, wie dargelegt, zu einem Verlust wertvoller Zeit.

• Materielle Prüfung

Sind die Unterlagen vollständig, prüft die BaFin in dem zweiten Schritt die Unterlagen auf deren materiell-rechtliche Übereinstimmung mit „den Vorschriften dieses Gesetzes“, also mit dem KAGB. Für die materiell-rechtliche Prüfung sind der BaFin nach dem Gesetz erneut 20 Arbeitstage zur Verfügung gestellt. Beanstandet die BaFin nichts, teilt sie dies dem AIFM mit, und der Vertrieb kann beginnen. Verhält es sich jedoch so, dass Teile der eingereichten Unterlagen nicht den Vorgaben des KAGB entsprechen oder diesen sogar widersprechen, eröffnet die BaFin dem Einreichenden die Möglichkeit, die „nicht übereinstimmenden“ Unterlagen abzuändern und erneut einzureichen. Doch wie bei der Vollständigkeitsprüfung beginnt die 20-Arbeitstage-Frist wieder von null zu laufen. Dieser Umstand kann sich immer wiederholen, so dass auch hier dringend geboten ist, die Dokumente und Unterlagen nicht nur auf deren Vollständigkeit hin zu überprüfen, sondern auch ►



auf deren Kongruenz mit dem KAGB. Erst nachdem dies geschehen ist, sollte der Anzeigemarathon bei der BaFin beginnen, um sicherzustellen, dass zwischen Vertriebsanzeige und Vertriebsbeginn möglichst nur 40 Arbeitstage liegen.

- **Spezial-AIFs**

Das Anzeigeverfahren beim beabsichtigten Vertrieb eines Spezial-AIFs – geregelt in § 321 KAGB – entspricht grundsätzlich dem Anzeigeverfahren beim Vertrieb eines Publikums-AIFs. Identisch sind die 2-Schritt-Prüfung der BaFin, die von der KVG zu durchlaufen ist, und die jeweiligen Prüffristen. Der einzige Unterschied liegt in den einzureichenden Unterlagen und Dokumenten. Im Rahmen des Anzeigeverfahrens bei einem Spezial-AIF sind der BaFin die unter § 321 KAGB aufgeführten Informationen (zum Beispiel der Geschäftsplan, die Anlagebedingungen) sowie die in § 307 Abs. 1 genannten zur Prüfung vorzulegen.

- **Änderungsanzeige**

Von grundsätzlicher Relevanz ist auch die Behandlung von etwaigen Änderungen während des laufenden Vertriebs. Hier unterscheidet das KAGB zwischen geplanten und ungeplanten Änderungen. Geplante Änderungen müssen 20 Arbeitstage vor der Durchführung der Änderung bei der BaFin angezeigt werden. Sollte die Änderung zu einem Verstoß gegen die Vorschriften des KAGB führen, teilt die BaFin dem anzeigenden AIFM unverzüglich mit, dass die Änderung nicht durchgeführt werden darf. Führt der AIFM die Änderung dennoch aus, so hat dies die Vertriebsuntersagung des betreffenden AIFs zur Folge. Ist durch die geplante Änderung kein Verstoß gegen das KAGB zu befürchten, teilt die BaFin dies dem AIFM mit, und die Änderung kann vorgenommen werden.

In der Tat kann der AIFM auch mit unvorhergesehenen Änderungen konfrontiert werden. Eine solche unvorhersehbare Änderung hat der AIFM direkt der BaFin mitzuteilen. Je nachdem, ob es sich um eine

KAGB-kompatible oder -nichtkompatible Änderung handelt, bemisst sich deren Behandlung gleich der einer geplanten Änderung.

Prospekthaftung und Widerrufsrecht

Wie bereits erwähnt ist mit fehlerhaften, unvollständigen oder irreführenden Angaben in den zur Verfügung zu stellenden Informationen ein Haftungsrisiko verbunden. § 306 KAGB ist die Anspruchsgrundlage für etwaige Haftungsansprüche der Anleger. Bezüglich der dem Privatanleger zu übermittelnden Informationen hat sich dem Grunde nach keine Änderung ergeben. Wohl aber sieht man sich nun ob der Fülle der den professionellen Anlegern zur Verfügung zu stellenden Informationen einem doch erheblichen Risiko ausgesetzt. Sind Angaben fehlerhaft, unvollständig oder irreführend, kann der Anleger Erstattung des gezahlten Betrags gegen Rück-/Übernahme der Anteile verlangen. In diesen Fällen besteht die Gefahr, dass im Falle einer etwaigen investmentrechtlichen Prospekthaftung nicht nur ein Anleger den „Fehler“ rügen wird und sich zur Stärkung bzw. Begründung seines Anspruchs auf diesen bezieht. Aus diesem Grund ist es unerlässlich, dass sämtliche veröffentlichten Daten vorab einer genauen (internen) fachlichen Prüfung unterzogen werden.

Mit dem Vertrieb und dem Erwerb von Anteilen an einem Investmentvermögen verknüpft ist auch das Widerrufsrecht nach § 305 KAGB, welches es dem Erwerber ermöglicht, sich innerhalb von zwei Wochen – ohne Angabe von Gründen – von diesem Erwerb wieder zu lösen. Zwar sieht das Investmentgesetz bereits ein Widerrufsrecht vor, doch wurde die Regelung im KAGB mehr als nur redaktionell angepasst. Das KAGB sieht grundsätzlich auch ein Widerrufsrecht für (semi)professionelle Anleger vor, denn laut der Widerrufsrechtsregelung des § 305 KAGB ist es Aufgabe des Verkäufers nachzuweisen, dass der Käufer eben kein Verbraucher im Sinne des § 13 BGB

ist. Zwar mag dieser Nachweis in der Regel leicht zu erbringen sein, gleichwohl herrscht nun zunächst die Vermutung, dass ein Anleger als Verbraucher behandelt hat und ihm folglich ein Widerrufsrecht zusteht. Das Widerrufsrecht hinsichtlich eines geschlossenen Investmentvermögens unterliegt nicht dem KAGB, sondern den Widerrufsvorschriften des BGB.

Ausblick

Die vorstehenden Ausführungen machen deutlich, dass die Regulierung der Branche sich auch im Vertrieb niedergeschlagen hat. Während unter der alten Rechtslage gerade Spezialfonds relativ frei hinsichtlich ihrer Vertriebsstrategie waren, hat nun auch hier die Regelungsichte deutlich zugenommen. Zudem dürften die Vertriebsvorschriften auch einen Strategiewechsel bei den geschlossenen Fonds mit sich bringen, denn diese werden nun – mehr oder weniger – auch dem Vertrieb nach dem KAGB unterstellt, was zu den gleichen Pflichten führt. Eine strategische Planung des Vertriebs und die ständige Überwachung und Anpassung der jeweiligen bereitzustellenden Dokumente sind unerlässlich, vor allem im Hinblick auf etwaige Haftungsfragen. ◀



Dr. Philipp Wösthoff
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

Sensibler Umgang gefragt

Die Finanzierung von Immobilienfonds nach dem KAGB

Bei der Auswahl des Investmentvehikels für die Investition in eine Immobilie ist die Möglichkeit des Einsatzes von Fremdkapital ein wesentliches Kriterium. Viele Investitionen werden sich erst durch die beim Einsatz von Fremdkapital entstehende Hebelwirkung rechnen. Gleichzeitig erhöht ein hoher Leverage das Risiko eines Investmentfonds. Der Umfang der zulässigen Fremdfinanzierung ist daher ein sensibler und wichtiger Bereich einer jeden Regulierung von Investmentvermögen, der auch im Gesetzgebungsverfahren des KAGB lange und kontrovers diskutiert wurde.

Das KAGB stellt dabei keine allgemeingültigen Regeln für den Einsatz von Fremdkapital auf. Vielmehr gelten unterschiedliche Regeln für die verschiedenen Formen von AIFs. Für Immobilien-AIFs stehen dabei nach den Regelungen des KAGB wohl (nur) die Sondervermögen und die geschlossenen Rechtsformen Investmentkommanditgesellschaft und Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital zur Verfügung.

Sondervermögen

Im Hinblick auf die Finanzierung von Sondervermögen sind die gesetzlichen Vorgaben im Wesentlichen gleich geblieben, allerdings mit einigen bemerkenswerten Ausnahmen.

Publikums-Sondervermögen dürfen kurzfristige Kredite bis zu 10% des Werts des Sondervermögens aufnehmen. Bei Spezial-Sondervermögen sind wie bisher bis zu 30% zulässig. Im Übrigen gilt weiter die Finanzierungs- und Belastungsgrenze von 30% für Publikums-Sondervermögen und von 50% für Spezial-Sondervermögen. Die

Kreditaufnahme und die Belastung von Vermögensgegenständen bedarf bei Publikums-Sondervermögen der Zustimmung der Verwahrstelle. Die hierfür relevante Bestimmung des § 84 KAGB gilt nur für Publikums-AIFs, so dass eine Zustimmung zur Kreditaufnahme und Belastung bei Spezial-Sondervermögen an sich nicht mehr notwendig wäre. Allerdings wurde die bisherige Vorschrift des § 82 Investmentgesetz als § 260 in das KAGB kopiert. Nach § 260 Abs. 3 KAGB bedarf die Belastung von Vermögensgegenständen von (Publikums- und Spezial-)Sondervermögen der Zustimmung der Depotbank. Nach dem parallel anwendbaren § 275 KAGB wird das darüber hinaus für Spezial-AIFs noch ein weiteres Mal vorgeschrieben, möglicherweise wird allerdings § 275 KAGB von § 260 Abs. 3 KAGB als *Lex specialis* verdrängt.

Die Ratio dieser gesetzgeberischen Entscheidung ist nicht offenkundig. Fast ließe sich an ein Redaktionsversehen denken. Es macht jedenfalls erkennbar wenig Sinn, Spezial-AIFs und damit auch Spezial-Sondervermögen generell von der Zustimmungspflicht des § 84 KAGB freizustellen, um sie dann für die Belastung, aber nur für diese (und nicht etwa auch für die Veräußerung von Vermögenswerten), wieder einzuführen. Nichtsdestotrotz ist diese Regelung Gesetz, so dass die Belastung von Vermögenswerten auch bei einem Spezial-Sondervermögen der Zustimmung der Verwahrstelle bedarf.

Eine weitere Änderung, die nach Meinung des Gesetzgebers nur klarstellender Natur sein soll, tatsächlich aber weitgehende Konsequenzen haben kann, betrifft § 254 KAGB (ersetzt den bisherigen § 80a InvG). Nach dem

Wortlaut der Vorschrift darf die KVG Kredite nur bis 30% der Verkehrswerte der Immobilien „aufnehmen und halten“. Die Worte „und halten“ sind im Vergleich zur Regelung des § 80a InvG neu hinzugekommen. Nach der Gesetzesbegründung soll damit klargestellt werden, dass nicht nur der Zeitpunkt der Aufnahme der Kredite zu betrachten ist.

Mit diesem Einschub wird (unter anderem) die sogenannte „passive Grenzverletzung“ angesprochen. Der Leverage eines AIFs kann sich ohne Zutun der KVG, z.B. durch Neubewertungen der Immobilien oder durch Wechselkursschwankungen, ändern. Insbesondere bei AIFs, die die gesetzlich zulässigen Finanzierungsgrenzen voll ausnutzen, können vor allem in wirtschaftlich volatilen Zeiten mit heftigen Wechselkursschwankungen und Abwertungen von Vermögensgegenständen die gesetzlichen Finanzierungs- und Belastungsgrenzen in beide Richtungen in kurzen Zeitabständen überschritten werden.

Die Behandlung solcher „passiven Grenzverletzungen“ war auch nach bisheriger Rechtslage umstritten. Da die Finanzierungsgrenzen in erster Linie anlegerschützende Funktion haben, war aber weitestgehend anerkannt, dass es diesem gesetzlichen Ziel zuwiderlaufen würde, würde man die KVG bei jeder Grenzverletzung zur sofortigen Rückführung von Darlehen zwingen. Dieses Vorgehen würde regelmäßig Vorfälligkeitsentschädigungen auslösen, die letztlich zu Lasten der Anleger gingen, also der Beteiligten, die es doch zu schützen gilt. Gerade bei Grenzverletzungen durch Wechselkursschwankungen kann die Grenzverletzung schon wenige Tage später wieder ganz von alleine entfallen, was den Einsatz von Vermögenswerten des Sondervermögens zu ihrer Beseitigung zusätzlich fragwürdig erscheinen lässt.

Vor diesem Hintergrund war es weitverbreitete Übung, passive Grenzverletzungen zu tolerieren und sie erst bei der nächsten Kreditaufnahme für Rechnung des be- ▶

„ Das KAGB stellt keine allgemeingültigen Regeln für den Einsatz von Fremdkapital auf. Es gelten unterschiedliche Regeln für die verschiedenen Formen von AIFs. “

Der vordergründige Blick auf die Fassade reicht oft nicht: Die Finanzierung von Immobilienfonds ist ein hochkomplexes Thema.

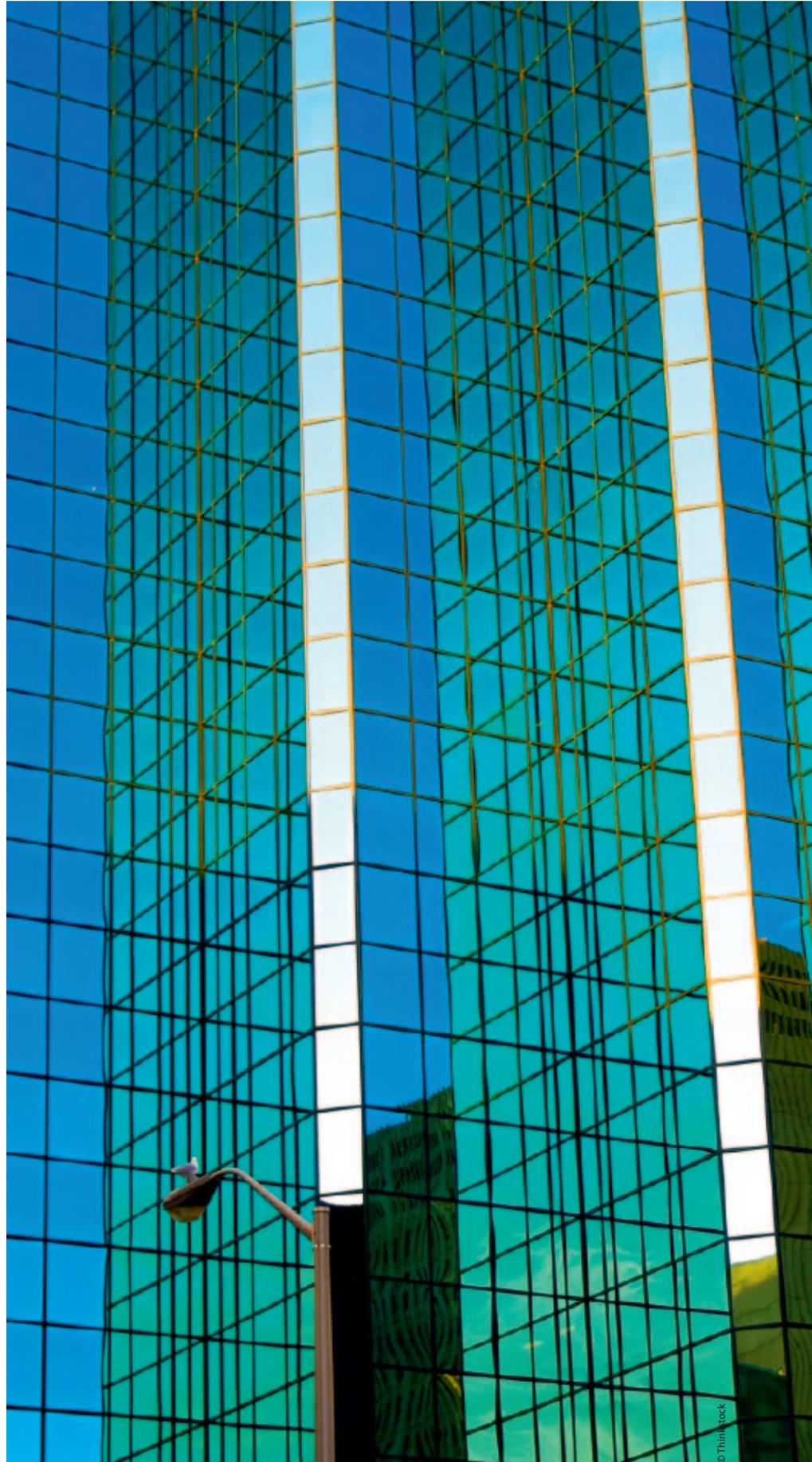
treffenden Sondervermögens zu adressieren. Trat eine passive Grenzverletzung ein, wurden also nicht vorzeitig Darlehen zurückgeführt, sondern es wurde erst bei der nächsten anstehenden Kreditaufnahme bzw. Kreditprolongation der betreffende Kreditbetrag entsprechend angepasst, so dass die Finanzierungsgrenzen danach insgesamt wieder eingehalten wurden. Ob diese Praxis so fortgesetzt werden kann, erscheint nunmehr durch die Änderung des Gesetzeswortlauts zweifelhaft.

Das schon aus dem Investmentgesetz bekannte Problem, ob alle Vermögenswerte des Sondervermögens zur Besicherung von Krediten belastet werden können oder nur die Vermögenswerte, auf die in § 260 Abs. 3 KAGB (bisher § 82 Abs. 3 InvG) konkret Bezug genommen wird, besteht auch im KAGB fort, ist allerdings nunmehr durch die Änderung der Vorschrift über die für ein Immobilien-Sondervermögen zulässigen Vermögensgegenstände weitgehend bedeutungslos geworden. In der entsprechenden Vorschrift werden nämlich auch die Anteile an den Immobilien-Gesellschaften und Bankkonten genannt, was bisher nicht der Fall war. Konsequenz dieser Gesetzesänderung müsste es nunmehr sein, dass zukünftig auch die Verpfändung von Anteilen an Immobilien-Gesellschaften und Bankkonten zulässig sein muss.

Neben den konkreten gesetzlichen Finanzierungsgrenzen gilt auch für Sondervermögen die allgemeine Eingriffsbefugnis der BaFin gemäß § 215 KAGB. Nach dieser Vorschrift kann die BaFin im Einzelfall den Einsatz von Fremdkapital zur Abwehr von systemischen Risiken beschränken.

Geschlossene Investmentkommanditgesellschaft und Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital

Die Regelungen für die geschlossene Investmentkommanditgesellschaft (InvKG) und Investmentaktiengesellschaft mit ▶



fixem Kapital (InvAG mFK) entsprechen einander. Wie auch bei den Sondervermögen verlaufen die Trennlinien hier eher zwischen Publikums-AIF und Spezial-AIF, also zwischen der Publikums-InvKG und der Publikums-InvAG mFK einerseits und der Spezial-InvKG und der Spezial-InvAG mFK andererseits. Im Folgenden wird daher nur auf die InvKG Bezug genommen. Die Ausführungen gelten für die InvAG mFK entsprechend.

- **Geschlossene Publikums-AIFs**

Für die Publikums-InvKG gilt eine Finanzierungs- und Belastungsgrenze von 60% nach einer Anlaufphase von 18 Monaten (§ 263 KAGB). Die Freistellung von der Finanzierungs- und Belastungsgrenze während der Dauer des erstmaligen Vertriebs

also z.B. Mietforderungen und Versicherungsforderungen, belasten dürfen. Die Verpfändung von Gesellschaftsanteilen und der Konten dagegen wäre danach nicht zulässig.

Dass dieses Ergebnis vom Gesetzgeber tatsächlich gewollt ist, darf bezweifelt werden. Sondervermögen, die bisher Geschäftsanteile und Konten nicht belasten durften, können dies nun nach neuer Rechtslage tun, während geschlossene Publikums-AIFs, die bisher überhaupt keinen Beschränkungen unterlagen, nunmehr insoweit sogar weiter eingeschränkt werden als Sondervermögen. Das macht wenig Sinn und war gewiss nicht die Intention des Gesetzgebers, jedoch führen die neuen gesetzlichen Regelungen möglicherweise genau zu diesem Ergebnis.

„ Der Umfang des zulässigen Leverages und der Belastung der Vermögenswerte des AIFs ist im hohen Maße von der Rechtsform des AIFs abhängig. “

eines Fonds trägt dem Umstand Rechnung, dass geschlossene Fonds in der Regel bereits frühzeitig Objekte für ihren Bestand erwerben und dies mit Fremdkapital finanzieren, bis der Fonds ausplatziert und das Eigenkapital vollständig einbezahlt ist.

Auch im Bereich der geschlossenen AIFs folgt das KAGB der aus dem Investmentgesetz bekannten Verweisteknik, wonach die Zulässigkeit der Belastung von Vermögenswerten über einen Verweis auf die zulässigen Vermögenswerte hergestellt wird. Für die geschlossenen Publikums-AIFs verweist die Vorschrift des § 263 Abs. 3 KAGB auf § 261 Abs. 1 Nr. 1 KAGB, in dem lediglich „Sachwerte“ erwähnt sind. Folgt man der aus dem Investmentgesetz bekannten Auslegung, dann bedeutet dies, dass geschlossene Publikums-AIFs nur die Immobilien selbst, und Forderungen, die sich darauf beziehen,

Die Aufnahme von Krediten und die Belastung von Vermögensgegenständen der Publikums-InvKG bedarf der Zustimmung der Verwahrstelle. Wie auch bei den Sondervermögen kann die BaFin ungeachtet der gesetzlich normierten Finanzierungsgrenze im Einzelfall den Einsatz von Fremdkapital zur Abwehr von systemischen Risiken beschränken.

- **Geschlossene Spezial-AIFs**

Für die Spezial-InvKG gibt es keine starre Finanzierungs- oder Belastungsgrenze. Hier sind demnach auch Finanzierungen jenseits von 60% Leverage möglich. Auch die soeben dargestellte Problematik der belastbaren Vermögensgegenstände stellt sich bei der Spezial-InvKG nicht. Bei den geschlossenen Spezial-AIFs können alle Vermögenswerte des Fonds und Forderungen, die sich darauf beziehen, belastet werden.

Dies stellt einen erheblichen Vorteil der InvKG gegenüber den Spezial-Sondervermögen dar, die einer starren Finanzierungsgrenze von 50% unterliegen. Allerdings kann auch hier die BaFin im Einzelfall den Einsatz von Fremdkapital zur Abwehr von systemischen Risiken beschränken.

Fazit

Der Umfang des zulässigen Leverages und der Belastung der Vermögenswerte des AIFs ist im hohen Maße von der Rechtsform des AIFs abhängig.

Für die Sondervermögen gelten im Wesentlichen die bisherigen Regelungen weiter, allerdings mit der Ausnahme, dass der Umfang der belastbaren Vermögensgegenstände aufgrund der abgeänderten Verweiskette erweitert wurde und nunmehr wohl auch Geschäftsanteile und Bankkonten umfasst.

Für die geschlossenen Publikums-AIFs gilt eine Finanzierungs- und Belastungsgrenze von 60%, während die geschlossenen Spezial-AIFs keinen starren Finanzierungs- und Belastungsgrenzen unterliegen. ◀



Dr. Andreas Böhme
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

aboehme@kslaw.com

Ende der Transparenz oder Chance zur Neuausrichtung?

Die Regelungen des AIFM-Steueranpassungsgesetzes



Droht Ungemach auf europäischer Ebene? Das AIFM-Steueranpassungsgesetz geht weit über eine „redaktionelle Anpassung“ der bestehenden Regeln hinaus.

Wie so oft im deutschen Steuerrecht werden Entscheidungen des Gesetzgebers erst nach zähen Abstimmungsprozessen, die zu nicht immer systemkonformen Ergebnissen führen, getroffen. Die Kurzfristigkeit der Umsetzung stellt dann nicht nur die betroffenen Steuerpflichtigen, sondern auch Berater vor vollendete Tatsachen.

Zunächst sah der Prozess des Gesetzgebungsverfahrens einen Gleichlauf zwischen KAGB und dem – zunächst nur unter dem Blickwinkel der „redaktionellen Anpassungen“ des InvStG an die Systematik und neue Terminologie des KAGB angestoßenen – AIFM-Steueranpassungsgesetz vor. Am 16.05.2013 hatte der Finanzausschuss

des Deutschen Bundestags das KAGB sowie das AIFM-Steueranpassungsgesetz beschlossen, die beide zum 22.07.2013 in Kraft treten sollen. Der weitere parlamentarische Gesetzgebungsprozess stand jedoch noch unter dem Vorbehalt des Bundesrats und einer etwaigen Einschaltung des Vermittlungsausschusses. Und so kam es ►

dann auch, denn das Steuerrecht ist geprägt von politischen Ränkespielen, auch von profiskalischen Erwägungen, die dem Erhalt von Steuersubstrat im Erhebungsbereich der Bundesrepublik Deutschland dienen sollen. Am 07.06.2013 hat der Bundesrat beschlossen, den Vermittlungsausschuss anzurufen. Die wesentliche Forderung des Bundesrats, der Interessenvertretung der Bundesländer, ist die Pauschalbesteuerung von sogenannten Kapitalinvestitionsgesellschaften, der Neukonstruktion eines Besteuerungsobjekts, das neben der Personeninvestitionsgesellschaft eingeführt werden soll, jedoch mit ungünstigeren Besteuerungsfolgen aus Sicht der Anleger. Angelehnt an die bereits im bisherigen Investmentsteuerrecht als sogenannte „Strafbesteuerung“ bezeichnete Pauschalbesteuerung von Fondsvehikeln, die ihren Veröffentlichungspflichten nicht oder nur unzureichend nachkommen, sollen für diese Kapitalinvestitionsgesellschaften bzw. deren Anleger als pauschale Steuerbemessungsgrundlage 70% der jährlichen Wertsteigerung eines jeden Fondsanteils, mindestens jedoch 6% jährlich des letzten Anteilswerts am Ende eines jeden Wirtschaftsjahrs, eingeführt werden. Hierauf kommen wir weiter unten noch einmal zurück.

AIFM-Steueranpassungsgesetz wird zu einer Neuordnung der Besteuerung kollektiver Investmentvehikel und deren deutscher Investoren führen.

Steuerliche Abgrenzung von Investmentfonds und Investitionsgesellschaften

Entgegen dem einheitlichen Regelungsansatz für sämtliche Anlagevehikel unterscheidet das AIFM-Steueranpassungsgesetz künftig zwischen Investmentfonds und Investitionsgesellschaften. Künftig werden als Investmentfonds, deren Kriterien in einem umfangreichen Anforderungskatalog des § 1 Abs. 1b InvStG (neue Fassung) niedergelegt sind, nur noch OGAW-Fonds sowie (grundsätzlich) offene AIFs besteuert, die besondere Anlagebeschränkungen erfüllen.

Zulässig sind in diesem Rahmen auch bis zu 20%ige Beteiligungen an nicht börsennotierten Kapitalgesellschaften, soweit es sich um Minderheitsbeteiligungen (weniger als 10%) handelt. Neu aufgenommen wurde im Vergleich zum Gesetzentwurf der Bundesregierung eine Ausnahme von der Verpflichtung, nur in Minderheitsbeteiligungen zu investieren, für Beteiligungen an ÖPP-Projektgesellschaften, Immobilienge-

de im Sinne des § 231 Abs. 3 KAGB sind neuerdings nach dem Kabinettsentwurf im Anforderungskatalog des § 1 Abs. 1b Nr. 5 InvStG (neue Fassung) als zulässige Vermögensgegenstände anerkannt und fallen unter die 90%-Schwelle, die maßgeblich ist für die Wertbestimmung der Gesamtinvestitionen des AIFs. Schwierigkeiten dürften in Zukunft die Grenzen der Fremdfinanzierung für AIFs machen. So sind kurzfristige Darlehen nur bis maximal 30% des gesamten Werts des AIFs zulässig; besondere Ausnahmen gelten aufgrund der Assetklasse für Immobilien-AIFs, bei denen zwar die Grenze für die kurzfristigen Darlehen ebenfalls bei maximal 30% des gesamten Werts des AIFs liegt, jedoch für übrige, also längerfristige Darlehen, eine Weiterung bis zu 50% des aktuellen Verkehrswerts der Immobilien des AIFs erfolgt.

Die Erfüllung aller Kriterien des neuen § 1 Abs. 1b InvStG führt für deutsche steuerpflichtige Investoren insbesondere zu einer Anwendung des bisherigen Regimes einer (semi)transparenten Besteuerung nach den bisherigen Vorschriften des Investmentsteuerrechts.

Diese begünstigte Besteuerung bedeutet im Wesentlichen, dass durch den AIF hindurchgeschaut und für Besteuerungsfolgen auf die Anleger abgestellt wird. Im Ergebnis ergibt sich hierdurch in wesentlichen Teilen eine Gleichbehandlung mit einer Direktanlage in die entsprechenden Vermögensgegenstände. Weitere Begünstigungen liegen etwa in der steuerfreien Thesaurierung von Veräußerungsgewinnen (z.B. aus Aktien/Anleihen), aber auch in der Gewerbesteuerfreiheit. Das ist ein gerade von ausländischen Investoren gewünschter Effekt, ist doch bei diesen Anlegern die deutsche Gewerbesteuer ein mit höchstem Respekt eingestuftes Element (und im Übrigen mit einer durchgerechneten Steuerbelastung von (abhängig vom kommunalen Hebesatz) bis zu 17% sogar die bisweilen höhere Ertragsteuer im Vergleich zur deutschen Körperschaftsteuer von einheitlich 15%). ▶

„ Entgegen dem einheitlichen Regelungsansatz für sämtliche Anlagevehikel unterscheidet das Gesetz künftig zwischen Investmentfonds und Investitionsgesellschaften. “

Ausgehend von dieser im Ergebnis mit der Vermeidung von Nutzungsmöglichkeiten (ausländischer) Fondsvehikel in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft für Zwecke der steuerlichen (besser gesagt: steuerneutralen) Thesaurierung von Erträgen begründeten und völlig systemfremden Pauschalbesteuerung, lässt sich bereits an dieser Stelle ein Fazit voranstellen: Das

sellschaften sowie Gesellschaften, die auf die Erzeugung erneuerbarer Energien (im Sinne des EEG) gerichtet sind. Damit können künftig auch AIFs, die bis zu 20% ihres Vermögens in Mehrheitsbeteiligungen an solchen Gesellschaften halten, steuerlich als Investmentfonds behandelt werden. Auch Investitionen in Betriebsvorrichtungen und andere Bewirtschaftungsgegenstän-

Neben offenen AIFs erfasst diese (semi) transparente Besteuerung auch geschlossene AIFs, sofern deren Anteile an einer in- oder ausländischen Börse gehandelt werden. Mit dieser Abgrenzung verfolgt der Gesetzgeber unter anderem die Intention, solche AIFs, die nach seiner Auffassung vermeintlich gewerblichen Tätigkeiten nachgehen und damit steuerlich gewerbliche Einkünfte erzielen, aus dem Anwendungsbereich des bisherigen Investmentsteuergesetzes herauszunehmen.

Besteuerung von Kapital- und Personeninvestitionsgesellschaften – ein neuer Typus wird steuerlich erfasst

AIFs (offen und geschlossen), die nicht die Voraussetzungen eines Investmentfonds erfüllen und rechtlich nicht als Personengesellschaft organisiert sind, werden steuerlich als Kapitalinvestitionsgesellschaft im Sinne von § 19 InvStG (neue Fassung) behandelt. Dies umfasst unter anderem AIFs in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft (z.B. Luxemburger SICAVs, aber auch beispielsweise Luxemburger FCPs). Wie bereits in der Einleitung erwähnt, hatte der Bundesrat schon in seiner Stellungnahme vom 22.03.2013 die Einführung einer Pauschalbesteuerung gefordert. Dies hätte grundsätzlich die Folge einer pauschalen Steuerbemessungsgrundlage von 70% der jährlichen Wertsteigerung eines Fondsanteils, mindestens jedoch von 6% p.a. des letzten Anteilswerts am Jahresende. Der Finanzausschuss des Bundestags ist dem nicht gefolgt; nun liegt die Forderung des Bundesrats, die sich unverändert am Strafsteuerungsgedanken orientiert, abschließend dem Vermittlungsausschuss vor. Unabhängig davon, wie das Vermittlungsverfahren ausgehen wird, hat bereits der Finanzausschuss in der Begründung zu seinem Beschluss ausgeführt, dass eine solche Regelung zumindest mittelfristig erforderlich sei. Dabei erwähnt er ausdrücklich, dass eine solche Regelung „in der nächsten Legislaturperiode im Zusammenhang mit einer grundlegenden Novelle des Investmentsteuergesetzes aufgegriffen (...)“

werden sollte. Daher besteht weiterhin ein hohes Risiko, dass die Einführung einer pauschalen Bemessungsgrundlage, wenn nicht schon als Ergebnis der Vermittlungsausschussbeschlüsse, dann spätestens nach der Wahl im September aller Voraussicht nach ein schmerzhaftes Thema werden wird.

Sofern Kapitalinvestitionsgesellschaften im Ausland ansässig sind und dort nicht selbst einer Besteuerung von mindestens 15% unterliegen, sind alle Ausschüttungen für deutsche Anleger voll steuerpflichtig, d.h., für Investitionen von betrieblichen Anlegern kommen die Vorschriften des § 3 Nr. 40 EStG bzw. § 8b KStG nicht zur Anwendung. Daneben bleiben grundsätzlich auch die Besteuerungsvorschriften des AStG anwendbar (sofern nicht im Einzelfall der sogenannte Gegenbeweis des § 8 Abs. 2 AStG erfolgreich ist). Auch in diesem klar systemwidrigen Ausschluss der (Teil-) Befreiungstatbestände auf Ebene der Anleger zeigt sich, dass der politische Wille zur steuerlichen Substratsicherung über dem Erhalt von systematischen Besteuerungsgrundlagen angesiedelt ist. Dem Bundesrat reichte nämlich im Ergebnis nicht, dass über die von ihm eigens vorgeschlagene und durchgesetzte Anwendung der §§ 7–14 AStG bestimmte passive, niedrig besteuerte Einkünfte einer missbräuchlichen zwischengeschalteten Auslandsgesellschaft auch im Falle ihrer Thesaurierung bei deren Gesellschaftern in Deutschland besteuert werden können. Vielmehr wittert er Gefahr und damit „Substratverluste“ aufgrund der Rechtsprechung des EuGH, der die zuvor genannte Hinzurechnungsbesteuerung aus übergeordneten unionsrechtlichen Gründen auf Konstellationen reduzieren will, die als „rein künstliche, jeder wirtschaftlichen Realität bare Gestaltungen“ zum (alleinigen) Ziel haben, sich der Besteuerung in Deutschland bzw. im Inland zu entziehen.

Investitionsgesellschaften in Form von Personengesellschaften werden gemäß § 18 InvStG (neue Fassung) nach den allgemeinen steuerrechtlichen Regelungen besteu-

ert. Unterschiede zur bisherigen Behandlung von geschlossenen Fonds ergeben sich damit grundsätzlich nicht. Die Einkünfte werden ja nach Art der Tätigkeit auf AIF-Ebene bestimmt und ermittelt sowie den Anlegern in einem nächsten Schritt zugerechnet. Auch in dieser Hinsicht spricht man von Transparenz der Personengesellschaft für Zwecke der Besteuerung. Die Anleger haben die Einkünfte im Rahmen ihrer Einkommen- oder Körperschaftsteueranlage zu versteuern, aber nicht wie beim klassischen Investmentfonds alten Typs als Einkünfte aus Kapitalvermögen.

Steuerliche Übergangsregelungen und Grandfathering

Investmentvermögen, die nach dem derzeit noch geltenden Recht den Besteuerungsregeln des Investmentsteuergesetzes unterfallen, sollen im Rahmen der Übergangsregelungen weiterhin nach dem alten Investmentsteuergesetz besteuert werden. Der Finanzausschuss des Bundestags hat hierzu einen grundsätzlich dreijährigen Übergangszeitraum beschlossen, d.h. „bis zum Ende des Geschäftsjahres, das nach dem 22.07.2016 endet“.

Diese Übergangsregelung wurde durch den Finanzausschuss dahingehend weiter konkretisiert, dass dies jedoch nur insoweit gilt, als in diesem Übergangszeitraum durch den Fonds die insoweit relevanten Anlagebestimmungen und Kreditaufnahmegrenzen nach dem Investmentgesetz in der derzeit geltenden Fassung nicht geändert werden bzw. das Investmentvermögen seine Anlagebedingungen nicht so ändert, dass man dieses erstmalig als Hedgefonds qualifizieren würde.

Umsatzsteuerbefreiung nur für AIFs im Sinne des § 1 Abs. 1b InvStG (neue Fassung)?

Der Finanzausschuss und nun auch der Bundesrat haben lediglich eine redaktionelle Klarstellung der Umsatzsteuerbefrei- ▶

ung für die Verwaltung von Investmentvermögen beschlossen. Danach findet diese Umsatzsteuerbefreiung (§ 4 Nr. 8h UStG) künftig nur für die Verwaltung von solchen AIFs Anwendung, die steuerlich als Investmentfonds im Sinne von § 1 Abs. 1b InvStG (neue Fassung) gelten. Damit besteht keine Umsatzsteuerbefreiung für die Verwaltung von sonstigen AIFs, also insbesondere von AIFs mit wesentlichen Anlagen im Bereich Sachwerte, aber eben und gerade auch für Kapital- und Personeninvestitionsgesellschaften.

Steuerliche Einordnung einer grenzüberschreitenden Verwaltung von AIFs

Die AIFM-Richtlinie und die deutsche Umsetzung durch das KAGB sehen künftig grundsätzlich auch die grenzüberschreitende Verwaltung von AIFs vor. So kann aufsichtsrechtlich beispielsweise eine deutsche Kapitalverwaltungsgesellschaft einen Luxemburger AIF verwalten. Aus deutscher steuerlicher Sicht führt dies jedoch, je nach steuerlicher Ausgestaltung der relevanten Vertragsbeziehungen, zu einem durchaus beachtenswerten deutschen steuerlichen Risiko, d.h. entweder Begründung einer unbeschränkten Steuerpflicht des ausländischen AIFs in Deutschland oder zumindest Begründung einer beschränkten Steuerpflicht (in Form einer sogenannten Vertreterbetriebsstätte). Hierauf ist in den Detailgestaltungen und bei den Kompetenzzuweisungen für den AIFM genau zu achten, um unerwünschte steuerliche Implikationen erst gar nicht dem Grunde nach in der Dokumentation anzulegen.

Für den Bereich der OGAW-Fonds enthält das AIFM-Steueranpassungsgesetz die Klarstellung, dass ein ausländischer OGAW, der durch eine inländische Kapitalverwaltungsgesellschaft verwaltet wird, steuerlich nicht in einen inländischen (deutschen) Investmentfonds umqualifiziert wird. Für den Bereich der grenzüberschreitenden Verwaltung (oder Erbringung anderer Dienstleis-

tungen) an einen ausländischen AIF wurde keine entsprechende Regelung aufgenommen.

Fazit

Das AIFM-Steueranpassungsgesetz hat den ursprünglichen Rahmen einer rein „redaktionellen Anpassung“ der bestehenden Regelungen des InvStG deutlich gesprengt. Dies ergibt sich schon allein aus der Einführung einer neuen „Steuerspezies“ in Form von (steuerlich nicht privilegierten) Investitionsgesellschaften, die insbesondere in der Erscheinung als Kapitalinvestitionsgesellschaft deutlich verschärften Besteuerungsfolgen auf Gesellschafts- wie auf Anlegerebene ausgesetzt werden sollen. Im Ergebnis handelt es sich um einen erneuten steuersystematischen „Sündenfall“, sollte sich im Vermittlungsausschuss nun doch noch die Einführung einer bedingungslosen Pauschalbesteuerung durchsetzen. Im Zweifel würde hierbei nämlich Substanz besteuert (jährlich 6% des letzten Rücknahmepreises). Seit der Einführung vergleichbarer Besteuerungsmechanismen unter dem seinerzeitigen Auslandsinvestmentgesetz und dem Investmentgesetz würde darüber hinaus – und das ist neu! – sogar ohne Rücksicht auf von der Kapitalinvestitionsgesellschaft im Ausland bezahlte Steuern und ohne jegliche Chance, durch die Erfüllung von Veröffentlichungs- und Berichtspflichten die Pauschalbesteuerung nachträglich zu „heilen“ bzw. bereits von vornherein zu

verhindern, wieder eine Pauschalsteuer mit Strafcharakter eingeführt. Der Bundesrat drückt sich bei der Begründung sogar sehr klar aus, denn getroffen werden sollen mit diesem Besteuerungsregime vorrangig „ausländische Investitionsgesellschaften“, indem man aus „fiskalischen Gesichtspunkten“ die durch den EuGH aufgestellten Beschränkungen aushöhle oder gar unterlaufen will. Europäisches Ungemach scheint hier nur eine Frage der Zeit zu sein.

Das AIFM-Steueranpassungsgesetz bietet aber auch Chancen, insbesondere für die klassischen Anbieter und Initiatoren von geschlossenen Fonds. Ihr Anlageuniversum kann sich durch die Neuregelungen weiter öffnen. Neue Produkte – innerhalb und außerhalb des Anwendungsbereichs des KAGB – stehen zur Verfügung, und auch die Welt der offenen AIFs bietet bei sorgfältiger Planung der Geschäftsstrategie und des Anlegerkreises neue Geschäftschancen. Somit kann die in der Überschrift gestellte Frage im ersten Teil mit einem eingeschränkten „Nein“, aber im zweiten Teil mit einem klaren „Ja“ beantwortet werden. ◀



Dr. Axel Schilder, StB
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

aschilder@kslaw.com



Autoren dieser Ausgabe



*Cüneyt Andac, LL.M. oec.
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main*

**Aufsichtsrecht,
Immobilienrecht**

candac@kslaw.com



*Nicole Bittlingmayer
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main*

**Aufsichtsrecht,
Immobilienrecht**

nbittlingmayer@kslaw.com



*Dr. Andreas Böhme
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main*

**Finanzierung,
Aufsichtsrecht**

aboehme@kslaw.com



*Olaf M. Jacobsen
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main*

**Immobilienrecht,
Aufsichtsrecht**

ojacobsen@kslaw.com



*Mario Leißner
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main*

**Aufsichtsrecht,
Immobilienrecht**

mleissner@kslaw.com



*Dr. Axel Schilder, StB
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main*

Steuerrecht

aschilder@kslaw.com



*Alexandra Weis
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main*

**Aufsichtsrecht,
Immobilienrecht**

aweis@kslaw.com



*Dr. Sven Wortberg
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main*

**Immobilienrecht,
Aufsichtsrecht**

swortberg@kslaw.com



*Dr. Philipp Wösthoff
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main*

**Aufsichtsrecht,
Immobilienrecht**

pwoesthoff@kslaw.com

King & Spalding Büros

King & Spalding is an international law firm with more than 1.100 lawyers in Abu Dhabi, Atlanta, Austin, Charlotte, Dubai, Frankfurt, Geneva, Houston, London, Moscow, New York, Paris, Riyadh, San Francisco, Silicon Valley, Singapore and Washington, D.C. The firm represents half of the Fortune 100 and, according to a Corporate Counsel survey, ranks fifth in its total number of representations of those companies.



© iStock

ABU DHABI

Level 15, Al Sila Tower
Sowwah Square
P.O. Box 130522
Abu Dhabi
United Arab Emirates
T: +971 2 5967 000

ATLANTA

1180 Peachtree Street, NE
Atlanta, GA 30309
United States
T: +1 404 572 4600

AUSTIN

401 Congress Avenue
Suite 3200
Austin, TX 78701
United States
T: +1 512 457 2000

CHARLOTTE

100 N Tryon Street
Suite 3900
Charlotte, NC 28202
United States
T: +1 704 503 2600

DUBAI

Al Fattan Currency House
Tower 2, Level 24
Dubai International
Financial Centre
P.O. Box 506547
Dubai
United Arab Emirates
T: +971 4 377 9900

FRANKFURT

Taunusanlage 1
60329 Frankfurt am Main
Germany
T: +49 69 257 811 000

GENEVA

7 Quai du Mont Blanc
CH-1201 Geneva
Switzerland
T: +41 22 591 0800

HOUSTON

1100 Louisiana Street
Suite 4000
Houston, TX 77002
United States
T: +1 713 751 3200

LONDON

125 Old Broad Street
London, EC2N 1AR
United Kingdom
T: +44 20 7551 7500

MOSCOW

Tsvetnoy Bulvar 2
1257051 Moscow
Russian Federation
T: +7 495 228 8500

NEW YORK

1185 Avenue of the Americas
New York, NY 10036
United States
T: +1 212 556 2100

PARIS

12 Cours Albert 1er
Paris 75008
France
T: +33 1 7300 3900

RIYADH

Kingdom Centre
20th Floor
King Fahad Road
P.O. Box 14702
Riyadh 11434
Saudi Arabia
T: +966 11466 9400

SAN FRANCISCO

101 Second Street
Suite 2300
San Francisco, CA 94105
United States
T: +1 415 318 1200

SILICON VALLEY

333 Twin Dolphin Drive
Suite 400
Redwood Shores, CA 94065
United States
T: +1 650 590 0700

SINGAPORE

9 Raffles Place #31-01
Republic Plaza
Singapore 048619
Singapore
T: +65 6303 6000

WASHINGTON, D.C.

1700 Pennsylvania Avenue, NW
Suite 200
Washington, D.C. 20006
United States
T: +1 202 737 0500

Sozietätsportrait

KING & SPALDING

Die Kanzlei

King & Spalding LLP, vor 128 Jahren in Atlanta gegründet, ist eine der führenden internationalen Wirtschaftskanzleien mit mehr als 1.100 Rechtsanwälten an 17 Standorten in den Vereinigten Staaten, in Europa, in Asien und im Nahen Osten. Die Rechtsanwälte der Sozietät sind inzwischen in mehr als 100 Ländern und auf sechs Kontinenten tätig.

Zu den Mandanten, die oft seit Jahrzehnten und auf sämtlichen Gebieten des Wirtschaftsrechts beraten werden, zählt die Hälfte der 100 größten Unternehmen der Welt (Fortune 100). Die Kanzlei berät zudem Technologie- und Marktführer sowie aufstrebende mittelständische Unternehmen. Besondere Schwerpunkte von King & Spalding liegen weltweit unter anderem in den Bereichen Financial Institutions, Energy, Life Sciences, Global Disputes und Intellectual Property.

Die Immobilienkapitalmarktpraxis

Die Immobilienkapitalmarktpraxis gehört zu den strategischen Schwerpunkten der Kanzlei und den führenden auf dem Markt. Sie umfasst weltweit mehr als 100 Rechtsanwälte in Abu Dhabi, Atlanta, Charlotte, Dubai, Frankfurt am Main, Houston, London, Moskau, New York, Paris, San Francisco und Washington, D.C., und berät global bzw. lokal führende Finanzinstitutionen, Fonds, Banken, Versicherungen, Assetmanager, Immobiliengesellschaften, REITs und institutionelle Investoren bei deren sämtlichen internationalen Aktivitäten.

Die Kombination einer weltweit aufgestellten Immobilienrechtsplattform mit lokaler – amerikanischer, europäischer und asiatischer – Expertise und besonderem Know-how auch in den anderen für die Mandanten wesentlichen Bereichen Fondsstrukturierung und Aufsichtsrecht, Gesellschaftsrecht, Finanzierungen und Steuerrecht garantiert, dass die Mandanten mit höchster Qualität und Effizienz sowie mit professionellem

Verständnis ihres Geschäfts bei der Beurteilung des Marktgeschehens, im Wettbewerb sowie bei der Strukturierung und bei der Durchführung von Transaktionen unterstützt werden.

Die deutsche Praxis

Das im Oktober 2007 eröffnete deutsche Büro von King & Spalding hat sich innerhalb kürzester Zeit zu einem der erfolgreichsten anwaltlichen Immobilien- und Fondsmarktteilnehmer entwickelt.

Strategischer und praktischer Schwerpunkt der deutschen Praxis ist die spezialisierte Beratung von Initiatoren und institutionellen Anlegern offener und geschlossener Immobilienfonds, Assetmanagern, Banken, Versicherungen und Immobilien-Gesellschaften in sämtlichen für diese relevanten Rechtsgebieten. So betreut die Kanzlei etwa Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften bei ihrer Gründung, bei der Auflage und Verwaltung der Publikums- und Spezialfonds sowie der sonstigen Vehikel deutschen oder ausländischen Rechts, bei der rechtlichen und steuerlichen Strukturierung ihrer Produkte und Aktivitäten, bei der Durchführung ihrer deutschen und weltweiten Transaktionen und deren Finanzierung sowie im Assetmanagement, und die regulierten Anleger der Immobilienfonds zu sämtlichen Fragen des für sie relevanten Versicherungsaufsichtsrechts.

Die Qualifikation des deutschen Büros von King & Spalding, fokussiert die Immobilien und Fondsindustrie zu beraten, resultiert nicht aus nur gelegentlicher Befassung mit dem Immobilien-, Investment- und Versicherungsaufsichtsrecht neben diversen anderen Disziplinen. Vielmehr tun die Rechtsanwälte des Büros seit vielen Jahren nichts anderes, als Immobilienfonds, institutionelle Anleger und Assetmanager maßgeschneidert in genau denjenigen Bereichen zu begleiten, die für diese wichtig sind: im Aufsichtsrecht und im Immobilienrecht.

Diese Konzentration auf Beratungsfelder mit marktführender Expertise, die langjährige tagtägliche Praxiserfahrung hierin und außergewöhnliche Branchenkenntnis auch „von innen“ gestatten der deutschen Praxis eine Beratungstiefe und Effizienz, die auf dem Markt selten sein mögen. Natürlich vernachlässigt das Büro trotz aller Fokussierung nicht die sonstigen Rechtsgebiete, wie etwa das Gesellschafts-, Steuer- und Finanzierungsrecht.

Seit dem Start des deutschen Büros vor fünfeinhalb Jahren hat sich die Zahl der in Frankfurt am Main tätigen Rechtsanwälte vervielfacht. Innerhalb der – als transaktionsarm geltenden – letzten fünf Jahre hat das Frankfurter Team bei Hunderten Transaktionen mit einem Gesamtvolumen von mehreren Milliarden Euro beraten. Gründe für den Erfolg sind nach Auskunft der Mandanten die auf dem Markt einzigartige Branchenfokussierung, die herausragende einschlägige Qualifikation und der Umstand, dass die Kanzlei auch hinsichtlich ihrer Kultur – intern und gegenüber den Mandanten – „anders“ ist als andere. ◀

Kontakt

KING & SPALDING

Frankfurt am Main

Taunusanlage 1
60329 Frankfurt am Main
T +49 (0) 69 257 811 000
F +49 (0) 69 257 811 100
frankfurt@kslaw.com
www.kslaw.com

