



Bundesverband
Sachwerte und
Investmentvermögen

Stellungnahme

Referentenentwurf des Bundesministeriums der Finanzen

Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2014/91/EU zur Änderung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Aufgaben der Verwahrstelle, die Vergütungspolitik und Sanktionen

(OGAW-V-Umsetzungsgesetz – OGAW-V-UmsG)

bsi

Bundesverband Sachwerte
und Investmentvermögen e.V.

Vorstand
Oliver Porr (Vorsitzender)
Andreas Heibroek
Martina Hertwig
Dr. Peter Lesniczak
Michael Ruhl
Jochen Schenk
Dr. Holger Sepp
Gert Waltenbauer

Hauptgeschäftsführer
Rechtsanwalt Eric Romba

www.sachwerteverband.de

Geschäftsstelle Berlin
Georgenstraße 24
10117 Berlin
T +49 30 318049-00
F +49 30 323019-79
kontakt@bsi-verband.de

Büro Brüssel
3 -11 rue du Luxembourg
1000 Bruxelles
T +32 2 55016-14
F +32 2 55016-17
contact@bsi-verband.eu

Vereinsregisternummer
23527 Nz Amtsgericht
Berlin-Charlottenburg

Steuernummer
27/620/52261

Mitglied des ZIA
Zentraler Immobilien
Ausschuss e.V.

Mitglied der BID
Bundesarbeitsgemeinschaft
Immobilienwirtschaft
Deutschland

bsi Bundesverband Sachwerte und Investmentvermögen e.V.

Berlin, den 24. Juli 2015



I. Zusammenfassende Anmerkungen

Wir unterstützen den Ansatz, mit der Umsetzung der Vorgaben aus der OGAW-V-Richtlinie in nationales Recht weitere Neuregelungen in das Gesetzesvorhaben einzubringen und bestehende Regelungen weiterzuentwickeln. Vor dem Hintergrund der stetigen Fortentwicklung der europäischen Gesetzgebung sowie der laufenden Verwaltungspraxis ist es notwendig und sinnvoll das noch sehr junge Kapitalanlagegesetzbuch in regelmäßigen Abständen an die veränderten Gegebenheiten anzupassen.

Zu den für die Mitglieder des bsi wesentlichen Neuregelungen möchten wir vor diesem Hintergrund vorab Folgendes anmerken:

- Die in den §§ 261, 262, 263 KAGB vorgesehene Einführung einer neuen Bemessungsgrundlage bewerten wir positiv. Die aus der ELTIF-Verordnung bzw. EuVECA-Verordnung entnommene Bemessungsgrundlage bietet im Vergleich zum derzeit anzusetzenden Bruttowert bzw. Nettoinventarwert als fixe Größe mehr Rechts- und Anwendungssicherheit und spiegelt die tatsächlichen Gegebenheiten bei geschlossenen AIF besser wider. Im Detail sehen wir allerdings noch Anpassungsbedarf bzw. zu klärende offene Fragen (vgl. im Einzelnen die Ausführungen unter A.).
- Wir unterstützen, dass „Kreditfonds“ auch in Deutschland einen Rechtsrahmen bekommen sollen. Die Verankerung der Darlehensgewährung als Bestandteil der kollektiven Vermögensverwaltung der Kapitalverwaltungsgesellschaft ist vor dem Hintergrund der europäischen Entwicklungen der vergangenen Monate nur konsequent.
- Mit den Neuregelungen zur Darlehensgewährung in den §§ 20 Abs. 9, 285 Abs. 2 und 3 KAGB-E gehen jedoch nicht zu rechtfertigende Restriktionen zur Vergabe interner Darlehen an durch geschlossene AIF gehaltene Zweck- und Objektgesellschaften (sog. „Gesellschafterdarlehen“) einher. Es ist nicht nachvollziehbar, warum die Vergabe dieser rein zu internen Strukturierungszwecken eingesetzten Gesellschafterdarlehen für geschlossene Publikums-AIF vollumfänglich unzulässig und für geschlossene Spezial-AIF nur unter äußerst engen, völlig praxisuntauglichen Bedingungen zulässig sein soll. Mit den im Entwurf vorgesehenen Einschränkungen befürchten wir einen massiven Standortnachteil, der für den Bereich von geschlossenen Spezial-AIF mit großer Sicherheit zu Verlagerungen des Geschäftsmodells in andere Jurisdiktionen führen würde (vgl. im Einzelnen die Ausführungen unter B.).
- Der Entwurf enthält im Übrigen eine Vielzahl sinnvoller Modifizierungen. Hervorheben möchten wir insbesondere die ergänzenden Regelungen zu semi-professionellen bzw. qualifizierten Privatanlegern, durch die die bislang ungeklärte Handhabung bei Erbfällen geklärt sein dürfte. (zu diesem Punkt und zu weiteren Anmerkungen vgl. die Ausführungen unter C.).



II. Anmerkungen im Einzelnen

A. Neue Bemessungsgrundlage für die §§ 261 Abs. 4, 262 Abs. 1 Nr. 1, 263 Abs. 1 und 4 KAGB

Die Einführung einer neuen Bemessungsgrundlage für die in der Überschrift genannten Vorschriften bewerten wir dem Grunde nach positiv. Besonders hervorzuheben ist dabei die gewonnene Erkenntnis, dass die durch geschlossene AIF gehaltenen Vermögensgegenstände während der Laufzeit des Investmentvermögens Schwankungen unterliegen können, durch die die Einhaltung der Wertgrenzen in den §§ 261 ff. KAGB in bestimmten Konstellationen nur schwer zu steuern ist. Richtig ist daher der nun gewählte Ansatz, zukünftig auf das zu Investitionszwecken zur Verfügung stehende Kapital und damit auf eine feststehende Größe abzustellen. Unvorhersehbare Wertveränderungen nach Investition in die Vermögensgegenstände fallen im Hinblick auf die Einhaltung der Anlagegrenzen dadurch nicht mehr ins Gewicht. Für die Kapitalverwaltungsgesellschaft bedeutet dies deutlich mehr Rechtssicherheit und weniger Verwaltungsaufwand, da die im Falle von Wertschwankungen drohenden Anlagegrenzverletzungen vermieden werden können.

Allerdings wirft der konkrete Wortlaut dieser an die Vorgaben der europäischen Verordnungen zu ELTIF, EuVECA und EuSEF angelehnten Bemessungsgrundlage verschiedene Auslegungsfragen auf. Um dem gesetzgeberischen Ziel der Einführung einer rechtssicheren und handhabbaren Bemessungsgrundlage auch in der konkreten Umsetzung gerecht zu werden, sollten die bestehenden Unklarheiten unbedingt beseitigt werden.

1. Unklarheiten bei den in Abzug zu bringende Kosten, Gebühren und Aufwendungen

Nach dem konkreten Wortlaut setzt sich die neue Bemessungsgrundlage aus dem für Anlagen zur Verfügung stehenden, aggregierten eingebrachten und noch nicht eingeforderten zugesagten Kapital abzüglich der direkt oder indirekt von den Anlegern getragenen Gebühren, Kosten und Aufwendungen, zusammen. Unklarheit herrscht insbesondere hinsichtlich der in Abzug zu bringenden Positionen. Dabei ist weder klar, welche Arten von Kosten, Gebühren und Aufwendungen im Einzelnen zu berücksichtigen wären, noch über welchen konkreten Zeitraum diese beachtet werden müssten.

In welcher Vielfalt Kosten, Gebühren und Aufwendungen bei geschlossenen AIF anfallen können, zeigt sich am Beispiel der für die Anlagebedingungen geschlossener Publikums-AIF zwischen unserem Verband und der BaFin abgestimmten Kostenklausel. Diese kategorisiert die Kosten des AIF und des Anlegers, die zu unterschiedlichen Anlässen und Zeitpunkten anfallen, in:

- den Ausgabeaufschlag und die Initialkosten in der Vertriebsphase,
- die laufenden Verwaltungsgebühren für die Kapitalverwaltungsgesellschaft, die Verwahrstelle und Dritte,
- laufenden Aufwendungen, die im Rahmen der Verwaltung des AIF anfallen,



- weitere anlassbezogene Kosten wie die Transaktionskosten und erfolgsabhängige Vergütungen sowie
- sonstige vom Anleger zu tragende Kosten (z.B. Steuerberatungskosten).

Welche dieser denkbaren Positionen im Hinblick auf die neue Bemessungsgrundlage in den § 261 ff. KAGB im Einzelnen zu berücksichtigen wären, bleibt angesichts des unbestimmten Wortlautes unklar.

Erschwerend kommt hinzu, dass viele dieser Positionen im Vorhinein überhaupt nicht bestimmt und kalkuliert werden können. Dies gilt insbesondere für Aufwendungen, die bspw. durch Bewertungsgutachten für die zu erwerbenden Vermögensgegenstände entstehen oder aber auch für die sich am Nettoinventarwert bemessenden, laufenden Verwaltungsgebühren.

Schließlich ist unklar, welcher Zeitraum zu berücksichtigen ist. Da die neue Bemessungsgrundlage auf das zu Investitionszwecken zur Verfügung stehende Kapital abstellt, liegt der Schluss nahe, nur die in der Investitionsphase anfallenden Abzugspositionen anzusetzen. Allerdings gibt es Fondskonzeptionen, bei denen Investitionen über einen längeren Zeitraum von mehreren Jahren getätigt werden, bspw. ist dies bei Private-Equity-Fonds häufig der Fall. Es fragt sich dann, ob sich das zu Investitionszwecken zur Verfügung stehende Kapital in diesen Konstellationen nicht nur nach dem anfänglich eingezahlten und noch nicht eingeforderten zugesagten Kapital bestimmt, oder ob auch die in diesem Zeitraum erwirtschafteten Erträge hinzugerechnet werden müssten. Angesichts des langen Zeitraums, erscheint die Kalkulation besonders problematisch und unpraktikabel.

2. Petitum: Abzugspositionen streichen

Vor dem Hintergrund der Unklarheiten über die Arten, den Umfang und die Ermittlung der in Abzug zu bringenden Positionen sowie der dabei zu berücksichtigende Zeitspanne schlagen wir vor, die Abzugspositionen gänzlich aus der neuen Bemessungsgrundlage zu streichen.

Eine solche allein am eingezahlten und bereits zugesagten Kapital ausgerichtete Bemessungsgrundlage würde den europäischen Vorgaben auch nicht zuwiderlaufen. Auch der in der Entwurfsbegründung in Bezug genommene Art. 3 Abs. 1 Buchstabe e) Zif. ii) EuVECA-Verordnung stellt allein hierauf ab und lässt die Abzugsposten unberücksichtigt. Der Streichung stünden insbesondere auch keine Transparenzgesichtspunkte entgegen. Denn in den betroffenen Vorschriften geht es nicht um die Aufklärung über Kosten, Gebühren und Aufwendungen gegenüber dem Anleger, sondern allein um die Einhaltung von gesetzlichen Grenzvorgaben.

Dem gegenüber würde erst durch die Streichung der Abzugspositionen das gesetzgeberische Ziel erreicht werden, eine Bemessungsgrundlage einzuführen, die zu mehr Rechtssicherheit bzw. einer Reduzierung des Verwaltungsaufwandes führt.



3. Hilfsweise: Konkretisierung der Abzugspitionen

Sollte die derzeitige Gesetzesformulierung beibehalten werden, bedarf es hinsichtlich der Abzugspitionen unbedingt einer Konkretisierung, entweder innerhalb der betroffenen Regelungen oder aber zumindest im Rahmen der Gesetzesbegründung. Dies gilt umso mehr, als dass in Ermanglung einer gefestigten Verwaltungspraxis zur EuVECA-Verordnung und EuSEF-Verordnung und da die ELTIF-Verordnung überhaupt erst im Dezember 2015 in Kraft tritt, nicht auf diesbezügliche europäische Konkretisierungen zurückgegriffen werden kann.

4. Petitum: Übergangsregelung des § 353a KAGB-E

Mit § 353a KAGB-E soll die neue Bemessungsgrundlage der §§ 261 ff. KAGB erst für nach Inkrafttreten aufgelegte geschlossene Publikums-AIF gelten. Wir befürworten diese Regelung, da sie Kapitalverwaltungsgesellschaften bestehender Publikums-AIF nicht zu möglicherweise schwer darstellbaren Anpassungen zur Einhaltung der Fremdkapitalgrenze, der Risikomischung oder der Fremdwährungsgrenze zwingt. Allerdings kann die Umstellung auf die neue Bemessungsgrundlage je nach Konstellation auch unproblematisch sein. Es bestünde in diesen Fällen kein Grund, Bestands-AIF die Möglichkeit der Nutzung der neuen, praktikableren Bemessungsgrundlage zu verwehren. Vielmehr würde für umstellungswillige Bestands-AIF an dieser Stelle sogar ein wettbewerblicher Nachteil entstehen.

§ 353a KAGB-E sollte ein Optionsrecht für bestehende geschlossene Publikums-AIF beinhalten, ab dem Zeitpunkt des Inkrafttretens auf die neue Bemessungsgrundlage Gebrauch umstellen zu können.

B. Vergabe von Gesellschafterdarlehen an „AIF-eigene“ Gesellschaften

Durch den neuen § 20 Abs. 9 KAGB-E wird die Zulässigkeit der Vergabe von Gelddarlehen im Rahmen der kollektiven Vermögensverwaltung der AIF-KVG abgesteckt. In Verbindung mit dem in § 20 Abs. 9 KAGB-E aufgeführten § 285 Abs. 3 KAGB-E ergibt sich, dass die Vergabe von Gesellschafterdarlehen an Zweck- und Objektgesellschaften für geschlossene Publikums-AIF nicht zulässig und für geschlossene Spezial-AIF nur unter engen, praxisuntauglichen Voraussetzungen möglich wäre. Die vorgesehenen Restriktionen lassen die systematische Sonderstellung und Funktion, die Gesellschafterdarlehen anders als echte Gelddarlehen für geschlossene AIF einnehmen, außer Acht. Die Beschränkungen sind weder praxisgerecht und auch aus Risikogesichtspunkten nicht geboten. Mit dem Verbot ginge geschlossenen AIF ein wichtiges Finanzierungsinstrument und damit die notwendige Flexibilität verloren.

1. Systematische Sonderstellung von Gesellschafterdarlehen

Die Vergabe von Darlehen an Zweck- bzw. Objektgesellschaften, an denen der AIF in aller Regel zu mindestens 90 % oder häufig sogar zu 100 % beteiligt ist, können nicht mit Darlehen verglichen werden, die an fremde Dritte gewährt werden. Anders als die Darlehensvergabe an unternehmensfremde Drittunternehmen, dienen Darlehen an „AIF-



eigene“ Gesellschaften allein der Strukturierung und internen Finanzausstattung. Ihre Vergabe begründet anders als im Fall von Drittdarlehen keine neue Investitionsform. Denn der eigentliche Erwerb des Vermögensgegenstandes, nämlich die Investition in die Zweckgesellschaft sowie mittelbar in den von der Zweckgesellschaft gehaltenen Sachwert, bleibt durch die Ausstattung mit Fremdkapital anstelle von Eigenkapital vollkommen unberührt. Der Hinweis darauf, die Gewährung von Darlehen sei nicht im Katalog der für geschlossene Publikums-AIF zulässigen Vermögensgegenstände des § 261 Abs. 1 KAGB vorgesehen, geht in diesem Zusammenhang also fehl.

2. Gesellschafterdarlehen an „AIF-eigene“ Gesellschaften nicht im Fokus der Regulierungsbestrebungen

Mit den Neuregelungen zur Darlehensvergabe im Entwurf zum OGAW-V-UmsG werden die europäischen Entwicklungen zur Liberalisierung von Kreditfonds aufgegriffen. Die Vergabe von Gesellschafterdarlehen an „AIF-eigene“ Gesellschaften im obigen Sinne stehen jedoch in keinerlei Zusammenhang mit den Bestrebungen Kreditfonds regulatorisch im KAGB zu verorten. Aufgrund ihrer strukturellen Andersartigkeit besteht auch überhaupt kein Anlass sie einer Regulierung zu unterziehen, geschweige denn sie zu verbieten oder sie erheblich einzuschränken. Denn als reines Strukturierungsinstrument sind sie kein zu regulierender Vermögensgegenstand. Vor diesem Hintergrund besteht der Eindruck, dass die grundsätzlich positiv zu bewertenden Kreditfondsregelungen zu dem ungewollten und zufälligen Nebeneffekt führen, dass zu internen Strukturierungszwecken eingesetzte Gesellschafterdarlehen nicht bzw. nur noch sehr eingeschränkt zulässig wären.

Dies zeigt sich auch dadurch, dass im Wortlaut des § 285 Abs. 3 KAGB-E, der als einzige Norm Gesellschafterdarlehen durch geschlossene AIF zulässt, von der „Darlehensvergabe an Unternehmen“ ausgeht. Der Gesetzesbegründung zufolge soll die Regelung „den praktischen Bedürfnissen insbesondere im Bereich Private Equity und Venture Capital Rechnung tragen [...], in denen der Einsatz von Darlehen als flexibles Element der Unternehmensfinanzierung angezeigt ist und nicht erschwert werden soll.“ Sofern Gesellschafterdarlehen für geschlossene AIF demnach grundsätzlich zulässig sind, geht es offenkundig allein um die Finanzierung von „AIF-fremden“, ggf. operativen Drittunternehmen, an denen sich der AIF zugleich beteiligt. Die besonderen Umstände bei der Vergabe von Darlehen an „AIF-eigene“, allein strukturbedingt eingesetzte Gesellschaften scheinen hingegen in § 285 KAGB-E, aber womöglich für geschlossene AIF insgesamt, nicht berücksichtigt worden zu sein.

3. Beibehaltung der wirtschaftlichen Flexibilität und Risikogesichtspunkte

Neben den grundlegenden systematischen Bedenken besteht auch aus Risikogesichtspunkten kein Anlass die Vergabe von Gesellschafterdarlehen durch geschlossene AIF zu beschränken. Um die wirtschaftliche Flexibilität zu bewahren sollte im Gegenteil die uneingeschränkte Zugänglichkeit zu diesem Finanzierungsinstrument bestehen bleiben.



Im Einzelnen:

- Praktisch und wirtschaftlich bieten Gesellschafterdarlehen im Vergleich zu Eigenkapital deutlich mehr Flexibilität. Insbesondere kann durch eine Finanzierung über Gesellschafterdarlehen besser auf kurzfristige Gegebenheiten reagiert werden, etwa wenn sich eine Investitionsmöglichkeit ergibt, eine Finanzierungslücke zu schließen ist oder wenn im Rahmen des Liquiditätsmanagements Cash-flow aus einer Objektgesellschaft des AIF in eine andere Objektgesellschaft überführt werden soll. Eine Ausreichung von Gesellschafterdarlehen muss anders als bspw. eine Erhöhung des Gesellschaftskapitals im Übrigen auch nicht im Handelsregister eingetragen werden.
- Gesellschafterdarlehen können anders als Eigenkapital auch planbar zurückgezahlt werden. Die Rückzahlung des in eine Objektgesellschaft eingebrachten Eigenkapitals an den AIF bedarf demgegenüber oft kostspieliger und zeitintensiver gesellschaftsrechtlicher Vorgänge und unterliegt zudem teilweise bestimmten Restriktionen bzw. Sperrfristen. Die höhere Flexibilität erhöht dabei bspw. auch die Bereitschaft von (Co-)Investoren, Gelder für Gesellschaftsbeteiligungen zur Verfügung zu stellen.
- Ferner werden durch Gesellschafterdarlehen im Gegensatz zu Eigenkapital abzugsfähige Zinszahlungen erzielt. Viele Investitionen rechnen sich erst durch den Abzug solcher Zinszahlungen. Für institutionelle Investoren (z.B. Versicherungen und Pensionskassen sowie Versorgungswerke) ist es zudem in handelsrechtlicher Hinsicht von wesentlicher Bedeutung, planbare und stabile, als handelsrechtlichen Ertrag zu wertende Zinserträge verbuchen zu können. Dies kann durch fixierte Zinsen aus Gesellschafterdarlehen erreicht werden.
- Bedingt durch die Struktur bedeuten Gesellschafterdarlehen an Zweckgesellschaften auch kein zusätzliches Risiko für den AIF. Denn wirtschaftlich steht der AIF auf beiden Seiten der Transaktion: er ist wirtschaftlich Darlehensgeber und Darlehensnehmer zugleich. Die mit dem Gesellschafterdarlehen von der Zweckgesellschaft erworbenen Vermögensgegenstände sind zugleich Vermögensgegenstände des AIF, die ihm trotz des mittelbaren Erwerbs über eine Zweckgesellschaft voll zugeordnet werden.
- Die Gewährung von Gesellschafterdarlehen ist ferner im Krisenfall oftmals der einzig gangbare Weg zur Sanierung des betreffenden geschlossenen AIF. Ein Verbot oder eine Beschränkung der Ausreichung von Gesellschafterdarlehen könnte die zwingende Liquidation des geschlossenen AIF nach sich ziehen. Im Insolvenzfall sind Gesellschafterdarlehen in zahlreichen Jurisdiktionen (so z.B. in Luxemburg oder Frankreich) zudem nicht automatisch nachrangig, sondern haben entweder gar keinen oder nur unter bestimmten Umständen eigenkapitalersetzenden Charakter. Der AIF und damit auch die Anleger haben dadurch im Insolvenzfall – anders als bei Eigenkapital – bessere Chancen, auf die Gesellschafterdarlehen eine Insolvenzquote zu erhalten.



4. **Petition: Uneingeschränkte Zulässigkeit von Gesellschafterdarlehen an „AIF-eigene Gesellschaften“**

Vor dem Hintergrund der vorstehenden Ausführungen sollte die Vergabe von Gesellschafterdarlehen durch geschlossene AIF zumindest dann uneingeschränkt zulässig sein, wenn sie an „AIF-eigene“ Gesellschaften, d.h. an Gesellschaften, an denen der AIF entweder zu 100 % oder zu weiten Teilen beteiligt ist, ausgereicht werden.

Zu diesem Zwecke bietet es sich technisch-systematisch an die von § 20 Abs. 9, 285 Abs. 3 KAGB-E erfassten Gelddarlehen in § 1 KAGB legal zu definieren. Aus der Definition sollte hervorgehen, dass „AIF-eigene“ Gesellschafterdarlehen nicht als Gelddarlehen qualifizieren. Dadurch würden sie nicht dem abschließenden Katalog des § 20 Abs. 9 KAGB-E unterfallen. Die Einführung einer solchen Definition entspricht im Grundsatz dem Vorschlag des BVK, deren Einschätzung hierzu wir teilen.

5. **Regelungen des § 285 Abs. 3 KAGB-E im Besonderen**

Über die grundsätzlichen Bedenken gegenüber den Beschränkungen von Gesellschafterdarlehen durch geschlossene AIF hinaus halten wir auch die einzelnen Regelungen des § 285 Abs. 3 KAGB-E für ungeeignet und als deutlich zu restriktiv. Die nachfolgenden Ausführungen verstehen sich hilfsweise, sofern Gesellschafterdarlehen an „AIF-eigene“ Gesellschaften nicht grundlegend zulässig sein sollten (s. unser Vorschlag oben):

- Grundsätzlich ist es nicht nachvollziehbar, dass die Vergabe von Gesellschafterdarlehen nach § 285 Abs. 3 KAGB-E im Rahmen der Nr. 1 und 2 strengeren Regelungen unterliegt als die Vergabe von Drittdarlehen nach § 285 Abs. 2 KAGB-E. Dies gilt insbesondere für die Beschränkung der Darlehenshöhe auf die Höhe der Anschaffungskosten der gehaltenen Beteiligung gemäß § 285 Abs. 3 Nr. 2 KAGB-E. Die Darlehensausstattung wird hiermit im Hinblick auf Darlehen an Zweckgesellschaften bereits nahezu „im Keim erstickt“. Dies verdeutlicht folgendes Praxisbeispiel: An eine vom geschlossenen Spezial-AIF gegründete und zu 100% gehaltene Zweckgesellschaft in der Rechtsform einer GmbH mit einem Mindestkapital von EUR 25.000 könnte maximal ein Gesellschafterdarlehen in Höhe von EUR 25.000 ausgereicht werden. Eine solche Begrenzung käme einem Darlehensverbot gleich. Wenn überhaupt sollte nicht auf die Anschaffungskosten, sondern auf die Höhe des Eigenkapitals abgestellt werden, das anfänglich in die den Vermögensgegenstand (Sachwert) erwerbende Zweckgesellschaft eingelegt wird.
- Daneben ist auch die in § 285 Abs. 3 Nr. 2 KAGB-E vorgesehene Grenze in Höhe von 30 % zumindest im Hinblick auf die Vergabe von Darlehen an „AIF-eigene“ Mehrheitsgesellschaften nicht nachvollziehbar. Die Obergrenze orientiert sich an Art. 3 Buchstabe e) Ziffer ii) EuVECA-Verordnung. Anknüpfungspunkt ist dort allerdings die Vergabe von Darlehen durch Risikokapitalfonds an sog. qualifizierte Portfoliounternehmen gemäß Art. 3 Buchstabe d) Ziffer i) EuVECA-Verordnung und damit typischerweise an operative Private-Equity-Unternehmen. Die Vergabe an „AIF-eigene“ Mehrheitsgesellschaften betrifft eine vollkommen andere Ausgangs-

konstellation (s.o.), und sollte daher - wenn überhaupt – anderen Grenzen unterliegen.

Zu der Bemessungsgrundlage des eingebrachten aggregierten und noch nicht eingeforderten zugesagten Kapitals und der in Abzug zu bringenden Kosten, Gebühren und Aufwendungen vgl. die obigen Ausführungen unter A., die hier entsprechend gelten.

6. Fehlende Übergangsregelung für die Vergabe von Gesellschafterdarlehen

Anders als für offene Spezial-AIF, für die aufgrund der Einführung der neuen Vorgaben zum Erwerb unverbriefter Darlehensforderungen durch § 351a KAGB-E eine Übergangsbestimmung vorgesehen ist, fehlen entsprechende Vorschriften im Hinblick auf die Darlehensvergabe durch geschlossene AIF. Sollten die vorgesehenen Regelungen Bestand haben bzw. in anderer Form aufrechterhalten werden, bedarf es in jedem Fall auch einer Übergangs- bzw. Bestandsschutzregelung für den Bereich der geschlossenen AIF.

Das Fehlen einer solchen Regelung würde andernfalls dazu führen, dass auch die in der Vergangenheit aufgelegten geschlossenen AIF spätestens mit Inkrafttreten des Gesetzes im März 2016 die innerhalb der Fondsstrukturen gewährten Gesellschafterdarlehen durch Eigenkapital ersetzen müssten. Eine solche Umstrukturierung wäre in vielen Fällen gar nicht darstellbar und dürfte zulasten der Anleger sogar zu Fondsabwicklungen führen.

Eine solche Bestandsschutzregelung für die Darlehensvergabe durch geschlossene AIF müsste auch die Konstellation des § 353 Abs. 4 KAGB berücksichtigen. Denn § 353 Abs. 4 KAGB erklärt § 20 KAGB für anwendbar, wodurch der neue § 20 Abs. 9 KAGB-E für diese Altfälle uneingeschränkt zum Tragen käme. Die Anpassung der Finanzierungsstruktur (möglicherweise gar mit Rückwirkung in Bezug auf vor Inkrafttreten des OGAW-V-Umsetzungsgesetzes ausgereichte Darlehen) wäre in diesen Konstellationen fatal und würde praktisch die Abwicklung mit sich bringen.

Schließlich weisen wir darauf hin, dass nicht nur der vorgelegte Referentenentwurf, sondern auch schon die am 12. Mai 2015 durch die BaFin geänderte Verwaltungspraxis zur Vergabe von Darlehen eine Bestandsschutzregelung vermissen lässt. Diese ist aus unserer Sicht dringend notwendig, da bereits durch die geänderte Verwaltungspraxis die Vergabe von Gesellschafterdarlehen an „AIF-eigene“ Gesellschafterdarlehen nicht mehr zulässig zu sein scheint.

C. Weitere Anmerkungen zum Gesetzentwurf

1. Ergänzungen in § 1 Abs. 6 KAGB sowie § 262 Abs. 2 Satz 1 KAGB

Wir befürworten die klarstellenden Ergänzungen, die der Referentenentwurf in § 1 Abs. 6 KAGB sowie in § 262 Abs. 2 Satz 1 KAGB vorsieht. Diese lösen ein Problem, das sich derzeit durch die Auffassung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht stellt. Danach dürfen Anteile an geschlossenen Spezial-AIF sowie Anteile an nicht-risikogemischtem Publikums-AIF nur an solche Anleger übertragen werden, die die be-



sonderen Qualifikationen des § 1 Abs. 19 Nr. 33 KAGB bzw. § 262 Abs. 2 i.V.m. § 1 Abs. 19 Nr. 33 bb) bis ee) KAGB (einschließlich der Mindestbeteiligungsbeträge) erfüllen. Dies bedeutet bspw. im Rahmen eines Erbfalls, dass solche Erben, bei denen die notwendigen Qualifizierungen nicht gegeben sind, aus dem AIF auszuscheiden hätten. Dies würde dazu führen, dass ihnen ein Auseinandersetzungsguthaben aus dem AIF-Vermögen zu zahlen wäre und damit die Liquiditätssituation des geschlossenen AIF gefährdet werden könnte.

Der Fall des Erwerbs kraft Gesetzes verdient zudem eine besondere Berücksichtigung. Anders als bei einem rechtsgeschäftlichen Erwerb, bei der die KVG sich über ein entsprechendes Zustimmungserfordernis in den Gesellschaftsverträgen die Möglichkeit einräumen kann eine Übertragung zu verhindern, verbleibt der KVG im Fall eines Erwerb kraft Gesetzes nur die Möglichkeit die nachfolgenden Anleger auszuschließen mit den oben geschilderten Konsequenzen.

Angesichts der vorgeschlagenen gesetzlichen Regelung sollte die derzeitige Verwaltungsauffassung überdacht werden.

2. Hinweis auf die Information über die Vergütungspolitik im Verkaufsprospekt und wesentlichen Anlegerinformationen – Ergänzung in § 165 Abs. 3 Nr. 10 b) und § 166 Abs. 2 Nr. 6 KAGB

Durch die Änderungen werden die neuen Vorgaben des Art. 69 Abs. 1 bzw. Art. 78 Abs. 4 der Richtlinie 2009/65/EG umgesetzt. Um Missverständnissen in der Auslegung vorzubeugen, regen wir an, die Formulierung aus der Richtlinie unverändert zu übernehmen.

3. Darlehensvergabe durch geschlossene Spezial-AIF nach § 285 Abs. 2 KAGB-E

Wie bereits mehrfach zum Ausdruck gebracht, betrachten wir die grundsätzliche Einführung einer Regelung für die Darlehensvergabe durch geschlossene Spezial-AIF an Dritte (Gelddarlehen) grundsätzlich positiv. Im Hinblick auf die in § 285 Abs. 2 KAGB-E vorgesehenen Anforderungen sehen wir nur im Einzelnen noch Anpassungsbedarf.

a. Leverage-Begrenzung des § 285 Abs. 2 Nr. 1 KAGB-E

Die Höhe der Beschränkung der Kreditaufnahme von 30 % orientiert sich an Art 14 Abs. 1 Buchstabe a ELTIF-Verordnung. Anders als ELTIF, die auch an Privatanleger vertrieben werden können, richten sich geschlossene Spezial-AIF ausschließlich an professionelle und semi-professionelle Anleger. Diesem grundlegenden Unterschied sollte Rechnung getragen werden, zumal dadurch einer höheren Leverage-Grenze keine Anlegerschutzgesichtspunkte entgegenstehen. Unter Berücksichtigung der für geschlossene Spezial-AIF im Übrigen gänzlich fehlenden Leverage-Grenzen und der mangelnden Rückgabemöglichkeit ihrer Anteile sollte die Grenze in § 285 Abs. 2 Nr. 1 KAGB-E angehoben werden.



Für geschlossene Spezial-AIF sind bisher keine Leverage-Begrenzungen vorgesehen. Der neue § 285 Abs. 2 Nr. 1 KAGB-E bringt nicht zweifelsfrei zum Ausdruck, dass die vorgesehene Leverage-Begrenzung nur für die neu eingeführten „Gelddarlehen“ anzuwenden ist. Insbesondere sollte klargestellt werden, dass für einen geschlossenen Spezial-AIF, der über die Darlehensgewährung hinaus auch in andere Vermögenswerte investiert, die Leverage-Begrenzung nicht für die Investitionen in andere erwerbzbare Vermögensgegenstände betrifft. In der konkreten Gesetzesformulierung sollte es in § 285 Abs. 2 Nr. 1 KAGB-E klarstellend heißen:

„für den geschlossenen Spezial-AIF werden Kredite zur Finanzierung von Gelddarlehen nur bis...“

Zu der Bemessungsgrundlage des eingebrachten aggregierten und noch nicht eingeforderten zugesagten Kapitals und der in Abzug zu bringenden Kosten, Gebühren und Aufwendungen vgl. die obigen Ausführungen unter A., die hier entsprechend gelten.

b. Verbot des Einlagengeschäfts nach § 285 Abs. 2 Nr. 2 KAGB-E

Die erlaubten Tätigkeiten der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft sind im Katalog des § 20 Abs. 3 sowie durch Abs. 7, 2. Halbsatz KAGB-E bereits abschließend geregelt. Das Einlagengeschäft i.S.v. § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 KWG ist danach keine erlaubte Tätigkeit. Die Regelung des § 285 Abs. 2 Nr. 2 KAGB-E ist daher obsolet. Sie ist zudem irreführend, da aus ihr der Schluss gezogen werden könnte, dass das Einlagengeschäft für alle anderen AIFs zulässig sei.

§ 285 Abs. 2 Nr. 2 KAGB-E sollte ersatzlos gestrichen werden.

4. Geschlossene AIF zivilrechtlich als Darlehensgeber

Sowohl § 20 Abs. 9 Satz 1 KAGB-E als auch § 285 Abs. 2 KAGB-E gehen davon aus, dass die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft für Rechnung des AIF als Darlehensgeber fungiert. Die Gesetzesformulierung entspricht damit den Gegebenheiten bei Investment-Sondervermögen, die mangels eigenständiger Rechtspersönlichkeit selbst nicht Darlehensgeber sein können. Im Falle von AIF in der Rechtsform der Investmentkommanditgesellschaft oder der Investmentaktiengesellschaft ist jedoch zivilrechtlich regelmäßig der AIF selbst Darlehensgeber. Dies sollte entsprechend berücksichtigt werden.

Auflösen ließe sich diese technische Unstimmigkeit in den genannten Vorschriften (sowie darüber hinaus auch in den §§ 29 Abs. 5a, 30 Abs. 4a KAGB-E) durch eine passivische Formulierung wie folgt:

„Gelddarlehen dürfen nur gewährt werden, wenn dies aufgrund der ...“



D. Sonstiges

Über die aktuell zur Konsultation gestellten Vorschläge des OGAW-V-UmsG-E hinaus, möchten wir das BMF noch auf Folgendes hinweisen: Unsere Unternehmen mussten in den letzten Monaten bei der konkreten Anwendung des KAGB vielfach feststellen, dass einzelne Vorschriften weiterhin Unklarheiten auslösen, die auch durch die Verwaltungspraxis der BaFin nicht gelöst werden konnten. Nicht immer war dabei erkennbar, ob es sich um gesetzgeberischen Willen oder möglicherweise sogar nur um redaktionelle Versehen handelt. Unseres Erachtens ist dies verständlich, da das KAGB in seiner Anwendung auf geschlossenen Investmentvermögen eine noch eine sehr kurze Historie aufweist. Für mindestens zwei Themenbereiche sehen wir weiterhin Handlungsbedarf auf Gesetzesebene:

- Rechnungslegungsvorschriften: fehlerhafte Verweisketten, offensichtliche technisch-redaktionelle Versehen, Zusammenspiel HGB/KARBV/IFRS.
- Spezialgesetzliches Widerrufsrecht für geschlossene Investmentvermögen: Die Anwendung der Vorschriften des Bürgerlichen Gesetzbuches auf Anteile und Aktien geschlossener Investmentvermögen (§ 305 Abs. 7 KAGB) führt nicht zuletzt durch die umfangreiche Rechtsprechung hinsichtlich verschiedener Auslegungsfragen zu großer Rechtsunsicherheit bei den Unternehmen. Unklar ist bspw. wie mit der Rechtsprechung zu der in den Musterbausteinen in Anlage 3 zu Artikel 246b § 2 Absatz 3 EGBGB vorgesehenen Rechtsfolgenbelehrung umzugehen ist (vgl. dazu insbes. BGH Urteil v. 18.3.2014 II ZR 109/13 m.w.N.). Auch die Frage, wer im Falle einer geschlossenen Investmentkommanditgesellschaft als richtiger Adressat der Widerrufsbelehrung anzugeben ist, führt zu Unsicherheiten. Angesichts des Umstandes, dass bei Verwendung einer fehlerhaften Widerrufsbelehrung ein Widerrufsrecht unbefristet und damit über die gesamte Laufzeit des geschlossenen AIF ausgeübt werden könnte, ist das Bedürfnis nach Rechtssicherheit in dieser Frage für das Investmentvermögen und seine Anleger von großer Bedeutung.

Da beide Themen nicht ausschließlich in den Bereich des Finanzaufsichtsrechts fallen, möchten wir das vorliegende Verfahren zu diesem Zeitpunkt bewusst nicht damit überfrachten. An dieser Stelle weisen wir jedoch bereits darauf hin, dass wir im weiteren Verfahren Vorschläge gegenüber den beteiligten Ministerien unterbreiten werden, welche Maßnahmen hierzu zu ergreifen wären.

Berlin, den 24. Juli 2015

Eric Romba
Rechtsanwalt
Hauptgeschäftsführer

Frederik Voigt
Rechtsanwalt
Abteilungsleiter
Abteilung Finanzaufsicht, Recht, Steuern