

„Zeit des Abwartens ist vorbei“

ROUNDTABLE Cash. hat mit drei Fachkanzleien die Konsequenzen des angepassten Entwurfs zur AIFM-Richtlinien-Umsetzung sowie zum Kapitalanlagegesetzbuch diskutiert.

Welche Themen sind aus Ihrer Sicht auch in dem nun bekannt gewordenen neuen Entwurfsstand noch nicht explizit geklärt?

Hertwig: Das Thema „de-minimis-Regel“ oder „AIFM-light“ wurde nach Bekanntwerden der Details in der Öffentlichkeit nicht immer korrekt dargestellt.

Verfürth: Korrekt ist: Der Schwellenwert für die „de-minimis-Regel“ sind 100 Millionen Euro verwaltetes Investitionsvermögen mit oder ohne Leverage. AIFs unterhalb dieser Grenzen brauchen keine Lizenz, müssen sich aber registrieren lassen. Zudem gelten für sie die Produkt- und Vertriebsvorschriften sowie die Notwendigkeit einer Verwahrstelle.

Zacher: Meiner Meinung nach sollte man in diesem Bereich nicht zu sehr auf die Details der aufsichtsrechtlichen Regelung oder Erleichterungen schielen, denn in der Praxis, auf Sicht von drei oder vier Jahren wird die zivilrechtliche Haftung vermeintlich Vorteile letztendlich wieder nivellieren.

Hertwig: Im Detail unklar ist auch noch das Thema Risikomischung. Die Mindestbeteiligungssumme für Ein-Objekt-Fonds beträgt dem neuesten Entwurf zufolge 20.000 Euro. Sofern die Mindestbeteiligungssumme unterhalb dieser Grenze liegt, fordert das KAGB die Einhaltung des Grundsatzes der Risikomischung. Dieser wird vermutet, wenn in mindestens drei Assets investiert wird, die in etwa gleich gewichtet sind. Die Frage ist aber, wie beispielsweise bei zwei Assets mit dem Thema Risikomischung verfahren wird. Wie definiert sich das Ausfallrisiko an dieser Stelle? Wir interpretieren den aktuellen Stand so, dass man entweder nur ein oder drei Assets vorfinden wird. Ist denn klar definiert, wie die Spannbreite dieser Gleichgewichtung aussehen darf?

Verfürth: Die müssen etwa auf einem Level liegen. Ich würde mich hier am Investmentrecht orientieren.

Zacher: In diesem Punkt sowie bei der in diesem Entwurfsstatus etwas entschärften Fremdfinanzierungsregel ist aus meiner Sicht noch die Frage offen, was passiert, wenn sich die Beteiligung im Laufe der Zeit anders als beabsichtigt entwickelt? Welche Konsequenz hat es beispielsweise, wenn eine von drei ehemals gleich starken Säulen

– aus welchen Gründen auch immer – abweichend performt oder die Fremdkapitalquote auf einmal zu hoch ist? Muss dann rückabgewickelt werden? Die betroffenen Assets in diesem Fall zu verkaufen ist vielleicht aufsichtsrechtlich eine Lösung aber im Sinne des Anlegerschutzes wohl nicht. Nachschüsse sind nicht mehr erlaubt. Wie wird also auf die gesamte Beteiligungsdauer gesehen mit der Vorgabe der Objektivgleichgewichtung oder der Obergrenze für die Fremdfinanzierung umgegangen?

Hat sich die Situation der Spezialfonds im Rahmen des aktuell diskutierten Entwurfsstands verändert?

Verfürth: In zweierlei Hinsicht: Zum einen wurde die Zielgruppe für Spezialfonds ausgeweitet, indem nun auch semiprofessionelle Anleger möglich sind. Dieser Semi-Professionelle muss mindestens 200.000 Euro investieren, er muss in einem separaten Dokument erklären, dass er die Risiken dieses Produktes vollumfänglich verstanden hat und die Kapitalverwaltungsgesell-



Martina Hertwig: „Die Lizenzierung sollte jetzt angegangen werden.“



Thomas Zacher: „Ich warne vor Umgehungsstrategien.“



Ludger C. Verfürth: „Die drängendsten Probleme sind jetzt vom Tisch.“

Verfürth: Die Klärung solcher Fragen erwarte ich im Rahmen der noch ausstehenden Level-2-Maßnahmen.

Hertwig: Das ist ein typisches Risikomanagement-Thema. An dieser Stelle müssen die Spielregeln noch ausgestaltet werden. In der Tat unterscheiden die geschlossenen Fonds sich hier mit ihren Assets ganz deutlich von den Wertpapieren. Dort lässt sich das schnell durch Verkauf und Zukauf lösen, aber hier ist das weder sachgerecht noch möglich.

Die Roundtable-Teilnehmer

- Martina Hertwig, Partnerin TPW Todt & Partner
- Dr. Ludger C. Verfürth, Partner Norton Rose Deutschland
- Professor Dr. Thomas Zacher, Partner Zacher & Partner

Moderatoren:

- Stefan Löwer, Chefanalyst G.U.B.
- Thomas Eilrich, stellv. Chefredakteur Cash.

schaft muss überzeugt sein, dass er in der Lage ist, das Produkt und die Risiken einzuschätzen, indem sie seinen Informations- und Sachkenntnisstand abfragt und bewertet. Die erweiterte Zielgruppe ist eine große Aufwertung für diesen Bereich. Auf der anderen Seite treten die Vorteile des Spezial- in Abgrenzung zum Publikumsfonds dadurch, dass im aktuellen Entwurf viele der einschränkenden Produktregelungen aufgeweicht wurden, nicht mehr so deutlich zu Tage. Aus meiner Sicht ist das Vehikel aber weiterhin attraktiv, weil es Vorteile wie den EU-Pass bietet, den es nicht für den Publikums-AIF gibt.

Hertwig: Diese semiprofessionellen Anleger entsprechen im Prinzip der Definition bisheriger Private Placement-Anleger. Entsprechend attraktiv ist die Zielgruppe für diesen Bereich. Dennoch ist ein wesentlicher Attraktivitätsvorsprung des Spezial-AIF gegenüber dem Publikums-AIF, näm-

lich die bis zum neuen Entwurf exklusive Möglichkeit, auch eine interne Bewertung vornehmen zu können, nun weggefallen.

Verfürth: Weiterhin gelten dürfte allerdings, dass die Verwahrstelle bei der Publikums-Gesellschaft einen höheren Stellenwert hat. Das heißt, sie muss bei Verfügungen und Belastungen der Vermögenswerte um Zustimmung gebeten werden. Allein aufgrund dieser Tätigkeiten werden bei Verwahrstellen im Publikums-AIF-Bereich sicherlich höhere Preise aufgerufen werden als bei Spezialfonds, wo deren Tätigkeit in weit geringerem Umfang notwendig ist. Auch die Abläufe mit der Verwahrstelle werden bei Publikumsfonds schwieriger zu koordinieren sein, als bei Spezial-AIFs.

Initiatoren hätten im Rahmen der nun angepassten Übergangsregelung Zeit bis maximal Anfang 2015, um die KVG-Zulassung

wenigen großen börsennotierten Unternehmen, noch nicht gibt. Der Weg bis zum Antrag ist relativ weit.

Verfürth: Bislang hat im Markt tatsächlich eine abwartende Haltung vorgeherrscht. Als die Richtlinie 2011 erstmals bekannt wurde, gab es zwar reichlich Workshops, wir Berater wurden aktiv und das Thema wurde intensiver wahrgenommen. Aber selbst, als der Diskussionsentwurf vorlag, herrschte meiner Beobachtung nach noch immer Zurückhaltung vor. Das mag vielleicht auch an den Produktvorschriften gelegen haben, die einige dazu bewogen hat, gar nichts mehr zu machen. In dem aktuellen Stand sind aber so gut wie alle neuralgischen Punkte entschärft worden. In meinen Augen ist daher nun wirklich die Zeit des Abwartens vorbei. Denn wenn ein Emissionshaus vorhat, möglichst zeitnah zum Inkrafttreten der

zu erhalten. Werden die Emissionshäuser eher abwarten und den Antrag zum spätestmöglichen Zeitpunkt stellen oder aber als Vorreiter agieren, um mit der Lizenz ins Marketing gehen zu können?

Hertwig: Aus Wirtschaftsprüfersicht kann ich nur eines raten: Jetzt, wo die Spielregeln für Produkte handhabbarer erscheinen und über die für die Anbieter ohnehin weitgehend Klarheit herrscht, sollte man das Thema schnellstmöglich angehen. Denn da müssen schon eine ganze Menge Punkte in den Unternehmensstrukturen organisatorisch umgesetzt werden. Das Thema Risikomanagement ist zwar bekannt, aber in vielen Häusern noch nicht dokumentiert umgesetzt. Man muss sich zudem entscheiden, ob die KVG zukünftig vieles selbst machen oder Tätigkeiten auslagern will. Auch die Einführung einer internen Revision ist vorgesehen, die es in der Regel, außer vielleicht bei einigen

neuen Regelung das Geschäft weiter zu betreiben und sich nicht darauf zu beschränken Bestandsfonds zu verwalten, kommt es nicht umhin, sich jetzt entsprechend aufzustellen. Bei den größeren Häusern kann ich mir nicht vorstellen, dass diese den erforderlichen Aufwand unterschätzen. Das könnte höchstens bei kleineren der Fall sein, die sich mit dem Thema vielleicht noch nicht so intensiv auseinandergesetzt haben.

Grundsätzlich kann ein Initiator aber noch bis mindestens Mitte 2014 neue Fonds auflegen, ohne dass er eine Zulassung hat.

Hertwig: Der Initiator muss aber kundtun, dass er die Lizenz innerhalb dieses Zeitraums erwerben möchte, wenn er ein Produkt nach den neuen Spielregeln auflegt. Zudem macht es sich nicht gut, wenn ich im Markt als Letzter die Lizenz beantrage.

Verfürth: Ich habe allerdings auch schon vernommen, dass manch einer noch abzuwarten gedenkt, bis ein anderer den

ersten Schritt wagt, um sich erst einmal anzugucken, wie das letztendlich läuft. Die ersten Schritte werden sicherlich Anbieter machen, die sich mit dem Thema nicht nur theoretisch, sondern auch praktisch schon beschäftigt haben und die ohnehin intern auf Systeme vielleicht aus der Wertpapierwelt zurückgreifen können.

Zacher: Angesichts des neuen Entwurfsstands glaube ich nicht mehr, dass alle Zulassungspflichtigen weiter abwarten und am Ende dann Hektik ausbricht. Die Lage ist jetzt eine andere. Meiner Meinung nach wird ein Initiator die Zulassung nun auch als eine Art Asset einsetzen können, nach dem Motto: ich bewege mich innerhalb der neuen Regeln, obwohl ich noch gar nicht müsste. Ich kann mir vorstellen, dass sich auch große Vertriebe komfortabler fühlen, wenn sie Produkte von Initiatoren im Angebot haben, die in Sachen Regulierung ganz vorn mit dabei sind. Und in den neuen Regeln stecken ja auch interessante Gestaltungsmöglichkeiten, also warum nicht aus der Not eine Tugend machen und als Pionier agieren, auch wenn man sich an der einen oder anderen Ecke vielleicht noch mal stößt, weil eben noch keine Erfahrungswerte vorliegen.

Hertwig: Viel komplexer als die zeitliche Komponente der Übergangsregelung ist aus meiner Sicht die Investitionsregel. Ein vom Altkonzipierer meinetwegen als Blindpool ausgestalteter Fonds, der noch nach dem Stichtag investiert, fällt unter das neue Recht. An dieser Stelle ergeben sich für mich viele Fragen. Muss der Initiator dann neu konzipieren? Ist die alte Konzeption dann noch zulässig? Wie soll das funktionieren, wenn ich nach alter Art konzipiert und auch Eigenkapital eingeworben habe, aber noch nicht voll investiert bin und dann unter das neue Recht falle? Hier besteht für mich auf jeden Fall noch Nachbesserungsbedarf. Das gilt auch für das Thema Reinvestition. Gerade im Zweitmarktbereich wird ja viel reinvestiert.

Zacher: Das muss ja nicht einmal konzeptionsgemäß so sein. Was passiert beispielsweise, wenn nachinvestiert werden soll, um das Investment zu stützen oder weil es einfach so gut gelaufen ist? Oder die Gesellschafterversammlung beschließt dies mit überwältigender Mehrheit. Zivilrechtlich wäre das ein bindender Beschluss, aufsichtsrechtlich aber eigentlich nach Paragraph 148 des aktuellen Entwurfs verboten.

Verfürth: Entscheidend ist, wie der nationale Gesetzgeber damit umgeht, wenn Altfonds nach dem 22. Juli noch neue Anlagen

tätigen. Wenn er dort zu viel Spielraum lässt, kann es sein, dass die EU-Kommission moniert, dass hier der Wortlaut überdehnt wurde und das Ganze nicht mehr EU-konform ist. Meines Wissens, werden sogar Kapitalerhöhungen, ohne dass neue Anleger aufgenommen werden, als neue Anlagen angesehen. Ich kann mir vorstellen, dass auch Reinvestitionen unter Neuanlagen fallen.

Was geschieht mit einem aufgelegten Fonds, wenn die BaFin den KVG-Antrag ablehnt?

Zacher: Der Fonds müsste dann letztlich rückabgewickelt werden müssen, wie ein maßgeblicher Vertreter des BMF kürzlich äußerte.

Verfürth: Der Entwurf eröffnet an dieser Stelle auch die Möglichkeit, die Verwaltung des AIF auf einen Dritten zu übertragen, der im Besitz der KVG-Lizenz ist. Im Prinzip hat ja niemand Interesse daran, dass mit Verlusten rückabgewickelt werden muss, wenn das Investment schon in Gang gesetzt worden ist. Wie das Haus, das den Fonds ursprünglich initiiert hat, dann noch Geschäft machen kann, ist eine andere Frage.

Hertwig: Wenn ich mir als Emissionshaus schon die Mühe der Produktgestaltung unter neuen Spielregeln mache, dann muss ich mir auch über meine Anlagestrategie Gedanken gemacht haben, weil das Teil des neuen AIF ist. Daher gehe ich davon aus, dass man sich auch intern im Haus schon intensive Gedanken zum Thema Antrag und Gewährung gemacht hat. Zudem gibt es auch die Möglichkeit nachzubessern. Der Antrag wird ja nicht eingereicht und ist damit fix, sondern es handelt sich um einen Prozess. Aus meiner Sicht wird eine solche Übernahme die Ausnahme bleiben.

Verfürth: Für den Fall aber, dass die verantwortlichen Personen nicht zugelassen werden, ist das Szenario gar nicht abwegig. Dieses Risiko aber will niemand eingehen. Das müsste dann ja auch prospektiert werden. Zusätzlich gibt es das Risiko, keinen Dritten zu finden, der den AIF übernimmt. *Glauben Sie, dass bei diesem Stand der Übergangsregelung die angesichts des Diskussionsentwurfs noch befürchtete Durststrecke für den Markt ausbleibt?*

Verfürth: Die Probleme, die sich aus den Regelungen des Diskussionsentwurfs ergeben hätten, sind vom Tisch. Aus meiner Sicht steht einer durchgehenden Auflage geschlossener Fonds nichts im Weg. Ob diejenigen Emissionshäuser zurückkehren, die sich zuletzt nicht mehr getraut hatten etwas zu machen, ist aber eher unwahrscheinlich.

Hertwig: Mit Blick auf die Anfragen, die derzeit bei uns ankommen, glaube ich nicht, dass es eine produktlose Zeit geben wird.

Für wie herausfordernd halten Sie die Prospektierung der neuen Fonds?

Verfürth: Das Prospektrecht ist eine Technik, die man in den Griff kriegen wird.

Zacher: Die Prospekte haben sich ja schon in der Vergangenheit stark hin zu einem sehr formalisierten Werk – auch in der Anlehnung zum klassischen Wertpapierrecht – entwickelt. Der Quantensprung ist aus meiner Sicht hier nicht so groß.

Verfürth: Einiges wird auch aus der Vermögensanlagenprospektverordnung übernommen werden. Da gibt es eine starke Anlehnung. Soweit ich gehört habe, arbeiten die Verbände auch an der Entwicklung von Branchenstandards für die Gesellschaftsverträge und Anlagebedingungen.

Verfürth: Im Investmentrecht gibt es bereits standardisierte Regelungen und ich glaube, dass solche für den Sachwertbereich auch eingeführt werden könnten.

Die Prospekte werden am Ende aber dennoch eher den bisherigen Investmentfondsprospekten entsprechen...

Hertwig: ...das glaube ich nicht unbedingt. Das mag für Blind Pools gelten, dort brauche ich zum Beispiel keine Planungsrechnungen. Wenn ich aber eine langfristig vermietete Pflegeimmobilie habe, dann macht es durchaus Sinn, im Prospekt auch die Planungsrechnungen dazu abzubilden, so wie es bisher ja in der Prospektierung auch der Fall ist. Daher bin ich mir nicht sicher, ob sich die Prospekte grundlegend verändern werden. Wenn man sich den IDW S4 anschaut, ist darin ja auch die Aufteilung in einen dritten und vierten Abschnitt vorgesehen. Im vierten Abschnitt finden sich die assetspezifischen Besonderheiten. Die werden sich nicht verändern, weil es die gleichen Assets sind, die auch jetzt schon prospektiert werden. Der dritte Teil wird angepasst werden müssen. Denn dort wird auf die künftig nicht mehr relevante Verkaufsprospektverordnung abgestellt. Dort wird es Anpassungen an das KAGB geben müssen. Das wird das IDW tun.

Zacher: Kurz gesagt: es wird neue Anforderungen geben. Diese sind aber evolutionär im Verhältnis zu den revolutionären Anforderungen, die wir bei der Gestaltung der Fonds insgesamt haben.

Verfürth: Man darf aber nicht vergessen, dass es hier auch eine zivilrechtliche Seite gibt. Darum wird auch ein Enthafungsdokument prospektiert. Wir reden hier auch über Haftung. Entscheidend ist, was die

Rechtsprechung verlangt. Wenn geschlossene Fonds in der Vergangenheit aufgrund von Vorschriften prospektiert wurden, die sich im Grunde aus der Rechtsprechung ergeben haben, dann wird man hier aus haftungsrechtlichen Gründen wahrscheinlich auch keinen Schritt zurück machen. Ich glaube, wenn das IDW mit einem neuen Standard kommt, dann wird dieser die Branche auch prägen. Diejenigen, die sauber prospektieren wollen, werden ein entsprechendes Gutachten anfordern und das wird dann Maßstab sein.

Hertwig: Neu ist, dass gemeinsam mit dem Anbieter auch der Vertrieb für Unrichtigkeiten und Fehler im Prospekt haftet, es sei denn, er konnte es nicht wissen. Allein der Vertrieb wird schon Druck ausüben, dass ein IDW-Gutachten auf der Anbieterseite vorliegt. Und auch der Anbieter selbst will sich an dieser Stelle enthaften.

Verfürth: Bislang hatten wir ja den Prospektveranlasser und den Prospektverantwortlichen, die unter die Prospekthaftung fallen. Das Haftungsregime unter dem KAGB weicht aber deutlich von dem unter dem Vermögensanlagengesetz und Verkaufsprospektgesetz ab.

Zacher: Schon bislang hat der Vertrieb seine Aufklärungspflichten mit dem Prospekt erfüllt, anders konnte er das nicht nachweisen. Wenn der Prospekt schlecht war, hat der Vertrieb damit auch gehaftet. Mit der einzigen Ausnahme, dass der Fehler im Prospekt nicht erkannt werden konnte. Der jetzige Regelungsentwurf ist also auch ein wenig nachvollzogene Rechtsprechungspraxis. Daneben sehe ich allerdings die Gefahr des Auseinanderdriftens, weil es jetzt ein sehr viel stärker formalisiertes Werk geben wird. Dann ist aufsichtsrechtlich auf einmal etwas zwingend, was im wohl verstandenen Interesse des Anlegers nicht optimal ist. Ein Beispiel der letzten Jahre sind die zwingenden Prospektnachträge, statt einer aktualisierten und lesbaren Gesamtüberarbeitung. *Zu dem Enthafungsprospekt mit schlichten Datenkolonnen ohne Bilder kommt dann das vorgeschriebene Informationsblatt...*

Zacher: ...zwar ist aufsichtsrechtlich gefordert, die Angaben auf diese Kurzinformationen einzudampfen. Aber der Zivilrichter moniert nachher vielleicht, dass dann doch nicht alles so verständlich ist. Auch das ist ein Beispiel für das von mir befürchtete Auseinanderdriften. Ob dieser Gedanke aus Brüssel, alles zu vereinheitlichen und unterschiedliche Produkte über einen Kamm zu scheren wirklich dem Anlegerschutz dient, lassen wir mal dahingestellt sein. Ein ge-

schlossener Fonds, auch wenn er sich jetzt in stärkeren Korsettstangen befindet, ist ein komplexes Produkt. Dem Anleger sollte vielleicht nicht weisgemacht werden, dass er dieses zusammengefasst auf drei Seiten komplett verstehen kann.

Hertwig: Der Vertrieb haftet auch neben dem Prospekt für die Richtigkeit der wesentlichen Anlegerinformationen. Meiner Meinung nach müssten die wesentlichen Anlegerinformation mit in die materielle



Fachkanzleien-Roundtable: **Ludger C. Verfürth**, Norton Rose (2. v. l.), **Martina Hertwig**, TPW Todt & Partner sowie **Thomas Zacher**, Zacher & Partner (2. v. r.) wurden von **Stefan Löwer**, G.U.B. (l.) und **Thomas Eilrich**, Cash. (r.) zum November-Stand des Entwurfs befragt.

Prüfung nach dem IDW-S4 einfließen.

Zacher: Das ist letzten Endes wieder eine Frage der zivilrechtlichen Haftung. Beim Thema Prospekthaftung darf man nicht glauben, dass nur der förmliche Prospekt zur Haftung führt, sondern auch sonstige Unterlagen, wenn sie originär aus dem Initiatorenkreis kommen. Die haben ebenfalls Prospektcharakter und müssen konsistent sein – seien es nun vorgeschriebene Anlegerinformationen oder Werbeproschüren.

Hertwig: Das ist aber auch ein aufsichtsrechtliches Thema. Die müssen auch unter WpHG-Gesichtspunkten konform sein. *Kommen vermeintliche Ausweichstrategien wie Genussrechte, Schuldverschreibungen oder Anleihen – nach dem ersten Diskussionsentwurf intensiv diskutiert – nach aktuellem Stand nun weniger in Betracht?*

Zacher: Gerade weil nun schon viele Bedenken in dieser aktuell diskutierten Fassung berücksichtigt wurden, werden viele Marktteilnehmer von der frühen Trotzreaktion, dann eben etwas anderes zu machen, Abstand genommen haben. Ich halte persönlich wenig von diesen Ausweichstrategien, weil sie alle sehr unsicher sind, erst recht angesichts des materiellen Investmentbegriffs. Ich glaube, man tut sich bis auf Sonderfälle keinen Gefallen damit. Zudem muss man aufpassen, dass man nicht in andere Vorschriften hineingerät. Wenn sich dieser Stand des Entwurfs weiter in Richtung Gesetz zubewegt, dann muss man das vielleicht als faires Angebot der Politik

akzeptieren und sollte nicht auf Strategien setzen, die dann doch keine Sicherheit bieten. Ich jedenfalls kenne keine generelle „Ausweichlösung“.

Verfürth: In dem vorherigen Diskussionsentwurf stand ja sogar, dass Genussrechte und Namensschuldverschreibungen unter das Vermögensanlagengesetz fallen können. Jetzt steht drin, dass sie – soweit sie inhaltlich oder materiell wie Anteile an einem Investmentvermögen ausgestaltet sind – unter das

mentvermögen ausgestaltetes Genussrecht ist daher nicht zulässig.

Zacher: Zu solch konzeptioneller Akrobatik kommt es, weil es auch mit dieser Nachbesserung noch nicht gelungen ist, die Kriterien trennscharf festzulegen. Ich warne allerdings davor, die Grenzen auszureizen, denn die BaFin wird hier vielleicht gar nicht zu Unrecht den einen oder anderen Pflöck einrammen und deutlich machen, dass Kosmetik in den Begrifflichkeiten allein nicht

KAGB fallen. Das ist ganz bewusst aufgenommen worden. In meinen Augen ist dieser Begriff des Investmentvermögens aber noch zu unscharf definiert. Dass schwarze Schafe, die versuchen, Ausweichstrategien zu fahren, darunter erfasst werden, ist nachvollziehbar. Aber für diejenigen, die – korrekt beraten – alternativ sauber konzipieren wollen, ohne eine Ausweichstrategie zu fahren, bedarf es einer Abgrenzung, so wie jetzt beispielsweise auch für operativ tätige Unternehmen. Ansonsten könnten zu viele Probleme mit der BaFin auftreten, die dann alles sehr eng auslegt.

Ist es denn zukünftig außerhalb des KAGB möglich, Genussrechte auszugeben, um ein Investitionsobjekt zu finanzieren?

Verfürth: Das kommt auf den speziellen Fall an. Auf der sicheren Seite sind aus meiner Sicht Genussrechtskonzeptionen, die als Fremdkapital ausgestaltet sind, ebenso wie etwa Nachrangdarlehen. Ein Fondsstruktur hingegen bedient die Eigenkapitalseite. Wenn eine Gewinn- und Verlustbeteiligung vorhanden ist und wenn ein Genussrecht inhaltlich als Kapitalsammelstelle ausgestaltet ist, wird die Abgrenzung schwierig. Grundsätzlich ist es natürlich nicht verboten, ein Genussrecht zu konzipieren, aber es wird sich in Zukunft die Frage stellen, ob die BaFin das inhaltlich als materielles Investmentvermögen identifiziert. Gemäß KAGB sind nur die Investment-AG mit fixem Kapital oder die Investment-KG als geschlossene Vehikel möglich. Ein materiell als Invest-

ausreicht. Ihr Beispiel könnte unter Umständen eine Art materielle Investmentkonstruktion sein. Ich halte das für gefährlich, selbst wenn es dazu dient, im Sinne eines seriösen Anbieters Auswüchse des KAGB zu umgehen. Hier muss ich als Anbieter außerdem aufpassen, dass ich nicht den Teufel mit dem Beelzebub austreibe. Wenn ich so nämlich in andere KWG-pflichtige und regulierte Konstrukte hineingerate, habe ich am Ende nichts gewonnen.

Hertwig: Wenn ich mich an die Öffentlichkeit wende, um Geld für eine Investition zu sammeln, dann beteiligt sich der Anleger im Kern an einer kollektiven Vermögensanlage – ob ich die jetzt als KG-Anteil ausgestalte, als Genussrecht oder als Anleihe. Die Differenzierung, was jetzt unter das KAGB fällt, halte ich für sehr schwierig.

Verfürth: Es gibt ja auf EU-Ebene schon keine scharfe Definition des Organismus für gemeinsame Anlage. Der Begriff stammt ursprünglich aus dem OGAW-Bereich, nun findet er auch im AIFM-Bereich Anwendung, wird aber nicht scharf definiert.

Zacher: Ohnehin wird alles, was zu Anlagezwecken professionell angeboten wird, mittelfristig reguliert werden. Das gilt auch für die momentan so gefragte Direktanlage in Immobilien. Die Konzentration auf kurzfristige Umgehungsstrategien ist kein tragfähiges Zukunftsmodell. ■

Das Gespräch führten **Thomas Eilrich**, Cash., und **Stefan Löwer**, G.U.B.