

Die AIFM-Richtlinie - Neuer Rechtsrahmen für die Verwaltung alternativer Investmentfonds

RA Robert Kramer / RA Dr. Ralf Recknagel, München/Düsseldorf

Die am 1. 7. 2011 im Amtsblatt der Europäischen Union veröffentlichte AIFM-Richtlinie schafft einen aufsichtsrechtlichen Rahmen für Manager alternativer Investmentfonds ("AIFM"), die aus der bzw. in die Europäische Union hinein die Verwaltung bzw. den Vertrieb alternativer Investmentfonds ("AIF") betreiben. Der Aufsatz gibt einen Überblick über die Kernregelungen der Richtlinie.

Gliederung

- I. Einleitung
- II. Status Quo der Fondsregulierung und Umsetzung der Richtlinie
 1. Regelungssystematik unter dem Blickwinkel "Anlageprodukt"
 2. Bestandsaufnahme unter dem Blickwinkel "Regelungsansatz"
 3. Aktuelle Regulierungslücken
 4. Systematische Veränderungen nach Inkrafttreten der AIFM-RL
 5. Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrecht
 6. Level 2-Maßnahmen und Implementierung der AIFM-RL in nationales Recht
- III. Anwendungsbereich der AIFM-Richtlinie
 1. Formeller und materieller AIFM-Begriff
 2. Strukturwandel in der Fondsbranche als mögliche Folge der AIFM-RL
 3. Ausnahmen vom Anwendungsbereich; "kleine" AIFM
- IV. Kernregelungen der AIFM-Richtlinie
 1. Überblick
 2. Zulassungsvoraussetzungen
 3. Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit der AIFM
 4. Transparenzanforderungen
 5. Sonderregelung für die Verwalter von hebelfinanzierten AIF und Private Equity AIF
 6. Vertriebsfragen und Drittlandbezug
- V. Zusammenfassung

I. Einleitung

Die Finanzkrise hat eine lang anhaltende Diskussion über die Notwendigkeit einer lückenlosen Regulierung der Finanzmärkte ausgelöst. Als ein maßgebliches Ergebnis dieses Prozesses gilt die am 1. 7. 2011 im Amtsblatt der Europäischen Union veröffentlichte Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (nachfolgend "AIFM-Richtlinie" oder kurz "RL")¹⁾. Sie muss von den Mitgliedstaaten innerhalb von zwei Jahren in nationales Recht umgesetzt werden. Der Europäische Gesetzgeber hat mit der AIFM-RL zunächst aber nur die Rahmengesetzgebung geschaffen. Der Erlass abschließender Durchführungsvorschriften zu deren Konkretisierung (sog. "Level 2-Maßnahmen") im Rahmen des laufenden Lamfalussy-Verfahrens steht derzeit noch aus.

Die AIFM-Richtlinie schafft einen aufsichtsrechtlichen Rahmen für Manager alternativer Investmentfonds ("AIFM"), die aus der bzw. in die Europäische Union hinein die Verwaltung bzw. den Vertrieb alternativer Investmentfonds ("AIF") betreiben. Ursprünglich als Instrument zur Eingrenzung systemischer Risiken konzipiert, die von Hedge-Fonds und Private-Equity-Fonds ausgehen, erfasst die AIFM-Richtlinie nunmehr die Verwalter sämtlicher "alternativer Investmentfonds" (AIF), unabhängig von ihrer rechtlichen Ausgestaltung und davon, in welche Asset-Klassen sie investieren. Ausgenommen sind lediglich die europaweit auf Grundlage der OGAW-RL²⁾ bereits umfassend regulierten, sog. richtlinienkonformen Sondervermögen, die in Deutschland in den §§ 46 ff. des Investmentgesetzes ("InvG") geregelt sind. Damit ist letztlich ein bedeutender Teil der Fondsbranche von der AIFM-Richtlinie betroffen (so z. B. auch Erneuerbare Energien-, Infrastruktur-, Schiffs- oder offene wie geschlossene Immobilienfonds), auch wenn sich die verschiedenen Anlage- und Produktformen im Markt durchaus als unterschiedliche Branchen verstehen.

Der Aufsatz beschreibt den Anwendungsbereich und skizziert in einem Überblick die wesentlichen Kernregelungen der

AIFM-Richtlinie. Dem vorangestellt ist eine gesetzessystematische Einordnung der RL in das bestehende Geflecht an aufsichtsrechtlichen Rahmenbindungen in Europa und Deutschland.

II. Status Quo der Fondsregulierung und Umsetzung der Richtlinie

1. Regelungssystematik unter dem Blickwinkel "Anlageprodukt"

Die aktuelle Regelungslandschaft für sog. kollektive Anlagemodelle (nachfolgend gemeinsam "Fonds" genannt) folgt bis heute sowohl auf europäischer als auch auf nationaler Ebene keiner einheitlich geordneten Struktur. Systematisch ist zwischen offenen Fonds (in Deutschland gemeinhin auch als "Investmentfonds" bezeichnet) und geschlossenen Fonds zu differenzieren. Während offene Fonds durch die Möglichkeit des laufenden Austauschs ihrer Anteilseigner (Möglichkeit der regelmäßigen Ausgabe und Rücknahme von Anteilsscheinen) geprägt sind, zeichnen sich geschlossene Fonds typischerweise durch die für eine meist längere Laufzeit unveränderliche Gemeinschaft der Anleger und der damit einhergehenden Kapitalbindung aus.

Der Bereich der offenen Fonds wird auf nationaler Ebene umfassend durch das InvG reguliert, wobei das InvG sowohl die EU-weit regulierten, sog. richtlinienkonformen Sondervermögen als auch solche Sondervermögen erfasst, die nicht unter den Anwendungsbereich der OGAW-RL fallen. Kerninhalte des Investmentgesetzes sind regulatorische Vorgaben betreffend die Sondervermögen, deren Management durch sog. Kapitalanlagegesellschaften ("KAG") sowie die Veröffentlichung von Verkaufsprospekten.

Der Bereich der geschlossenen Fonds ist in seiner Gesamtheit bislang lediglich durch das derzeit noch gültige Verkaufsprospektgesetz ("VerkProspG") erfasst, das für sog. Vermögensanlagen eine Verpflichtung zur Veröffentlichung eines Verkaufsprospektes beinhaltet, die zuvor von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ("BaFin") zu gestatten ist. Darüber hinaus muss eine systematische Trennlinie mit Blick auf die Asset-Klassen gezogen werden, in die geschlossene Fonds investieren. Soweit eine Investition in Finanzinstrumente i. S. des KWG erfolgt, erfüllen bestimmte Anlageformen aufsichtspflichtige Tatbestände i. S. von § 1 Abs. 1 bzw. Abs. 1a des Kreditwesengesetzes ("KWG") und können eine Lizenzpflicht nach KWG auf Ebene des Emittenten bzw. des Fondsverwalters auslösen. Soweit hingegen in Asset-Klassen außerhalb des Anwendungsbereichs des KWG investiert wird, bestehen derzeit keine zusätzlichen aufsichtsrechtlichen Vorgaben für den Fonds bzw. dessen Management.

Nach der sog. Bereichsausnahme gem. § 2 Abs. 6 Nr. 8 KWG kann der Vertrieb von Investmentfondsanteilen (obschon es sich um Finanzinstrumente handelt) ohne KWG-Lizenz betrieben werden. Damit können nach heute gültiger Rechtslage sämtliche oben beschriebenen kollektiven Anlagemodelle über den sog. "freien Vertrieb" vermarktet werden. Werden Anteile an offenen bzw. geschlossenen Fonds hingegen durch Banken oder Finanzdienstleistungsinstitute verkauft, muss nach derzeitiger Rechtslage noch differenziert werden. Während offene Fonds als Finanzinstrumente und deren Vertrieb somit als Wertpapierdienstleistung qualifiziert - mit der Folge, dass das vertreibende Institut den Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten des 6. Abschnitts des Wertpapierhandelsgesetzes ("WpHG") unterliegt -, trifft dies auf den Vertrieb geschlossener Fonds bislang nicht zu, da entsprechende Produkte nicht als Finanzinstrumente qualifizieren.

Für den speziellen Bereich Private Equity und Venture Capital gibt es in Deutschland bisher keine umfassenden und zwingenden Regelungen, auch wenn immer wieder Anläufe zu einem "Private Equity Gesetz" unternommen wurden³⁾. Einen teilweisen Regelungsversuch stellen das Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften ("UBGG") und das Wagniskapitalbeteiligungsgesetz ("WKBG") dar, wonach sich Private Equity und Venture Capital Fonds auf freiwilliger Basis einer Regulierung unterwerfen und unter Inkaufnahme bestimmter Beschränkungen ihrer Anlagepolitik steuerliche Vergünstigungen erlangen sollten⁴⁾. Die steuerlichen Regelungen des WKBG sind jedoch wegen beihilferechtlicher Bedenken der EU-Kommission nicht in Kraft getreten⁵⁾. Das WKBG spielt in der Praxis daher keine Rolle⁶⁾.

2. Bestandsaufnahme unter dem Blickwinkel "Regelungsansatz"

Unbeschadet der Betrachtung der unterschiedlichen Produktkategorien muss bei einer systematischen Bestandsaufnahme des regulatorischen Umfelds für kollektive Anlagemodelle auch nach der jeweiligen Zielrichtung der Regelung, d. h. nach dem Regelungsansatz gefragt werden. Mögliche Anknüpfungspunkte sind hier das Anlageprodukt (Fonds), das Portfoliomanagement (Fondsverwaltung) und der Fondsvertrieb.

Auf europäischer Ebene werden mit der OGAW-RL (im Rahmen ihres definierten Anwendungsbereichs) alle drei Regelungsansätze verfolgt. So enthält die OGAW-RL sowohl Vorgaben für die Ausgestaltung der Fondsprodukte (zulässige Anlagegegenstände, quantitative und qualitative Beschränkungen etc.) als auch für die Fondsverwaltung durch KAGs und den Fondsvertrieb, wobei die vertriebsrelevanten Regelungen der OGAW-RL noch durch die Prospekt-RL⁷⁾ und die MiFID-RL⁸⁾ ergänzt werden. In Umsetzung der OGAW-RL verfolgt auch das Investmentgesetz auf nationaler Ebene alle drei Regelungsansätze und beinhaltet Vorgaben für die Investitionsrichtlinien von Investmentfonds (vgl. dort §§ 46 ff. InvG)

und - im Rahmen seines Anwendungsbereichs - die Fondsverwaltung durch KAGs, wobei das InvG hier einem formellen Investmentbegriff und damit dem Spezialitätsprinzip folgt. Demgegenüber steht das KWG, das bei der Regulierung von kollektiven Anlagemodellen außerhalb des Anwendungsbereichs des InvG (Tatbestände der Anlageverwaltung, Anlage- und Abschlussvermittlung) dem Universalbankenprinzip folgt, d. h. dass nach diesem Gesetz lizenzierte Institute grundsätzlich unterschiedliche aufsichtspflichtige Tätigkeiten ausüben können. Mit dem Regelungsansatz Fondsvertrieb sind neben dem speziellen InvG auf nationaler Ebene das Wertpapierprospektgesetz ("WpPG"), das VerkProspG (Verkaufsprospekte für geschlossene Fonds) und die Gewerbeordnung (Regelung des sog. freien Vertriebs) zu sehen.

3. Aktuelle Regulierungslücken

Betrachtet man die bestehende Regulierungslandschaft unter dem Gesichtspunkt der eingangs erwähnten Bestrebungen nach einer "lückenlosen Regulierung", müssen folgende Regulierungslücken erkannt werden. Mit Blick auf den Regelungsansatz Anlageprodukt (Fonds) ist festzustellen, dass regulatorische Vorgaben im Hinblick auf Anlagepolitik und Anlagengrenzen außerhalb des engen Anwendungsbereichs des InvG auf nationaler Ebene bzw. außerhalb des Anwendungsbereichs der OGAW-RL auf europäischer Ebene fehlen. Entsprechendes gilt für den Regelungsansatz Fondsverwaltung. Auch hier ist der Tätigkeitsbereich der kollektiven Anlageverwaltung außerhalb der Anwendungsbereiche des InvG (bzw. der OGAW-RL) und des KWG (Tatbestand der Anlageverwaltung in Bezug auf Finanzinstrumente) nicht reguliert. Es fehlt überdies an der Möglichkeit eines grenzüberschreitenden Tätigwerdens von Verwaltern kollektiver Anlagemodelle ("EU-Pass"). Hinsichtlich des Vertriebs kollektiver Anlagemodelle hat der nationale Gesetzgeber bislang bewusst auf eine aufsichtsrechtliche Befreiung (vgl. Bereichsausnahmen im Rahmen des KWG) gesetzt, was dazu führt, dass der Fondsanteilsvertrieb - neben dem Erfordernis der Veröffentlichung von Verkaufsprospekten - flächendeckend unreguliert möglich ist. Ein EU-weit einheitlicher Vertrieb über einen sog. EU-Pass ist derzeit nur für richtlinienkonforme Sondervermögen sowie für Produkte möglich, die ein Verkaufsprospekt nach dem WpPG (Wertpapiere) benötigen.

4. Systematische Veränderungen nach Inkrafttreten der AIFM-RL

Gem. Art. 2 Abs. 1 i. V. mit Art. 4 Abs. 1 lit. a) der AIFM-RL gilt diese für alle aus der Union bzw. in die Union verwalteten bzw. dort vertriebenen alternativen Investmentfonds (AIF), wobei AIF nach der Richtliniendefinition jeder Organismus für gemeinsame Anlagen einschließlich seiner Teilfonds ist, der von einer Mehrheit von Anlegern (mindestens zwei) Kapital einsammelt, um es gem. einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren, und der nicht bereits unter den Anwendungsbereich der OGAW-RL fällt; insoweit ist es gem. Art. 2 Abs. 2 der RL ohne Bedeutung, ob es sich bei dem AIF um einen offenen oder geschlossenen Typ handelt sowie in welcher Rechtsform der AIF errichtet ist. Wenngleich der europäische Gesetzgeber damit in Anspruch nimmt, die europäische Fondsbranche nunmehr flächendeckend zu erfassen, so gilt dies systematisch nur für den über die verwalteten Vehikel (AIF) definierten Anwendungsbereich der RL; der flächendeckende Ansatz gilt jedoch nicht zugleich im Hinblick auf die oben dargestellten Regelungsansätze.

Im Ergebnis wird festzuhalten sein, dass die AIFM-RL "lediglich" dem Regelungsansatz "Fondsverwaltung" folgt und diese weitgehend der Finanzaufsicht unterstellt, es aber auch zukünftig - außerhalb der OGAW-RL - keine umfassende Produktregulierung im Fondssektor geben wird. Hintergrund dieses systematischen Ansatzes ist, dass der Europäische Gesetzgeber v. a. auch die Vielzahl der außerhalb der EU domizilierten Vehikel (off-shore Fonds), insbesondere Hedgefonds und Private Equity-Fonds erfassen wollte, die aus der EU heraus, v. a. über den Finanzplatz London, verwaltet bzw. in die EU hinein vermarktet werden. Auch der Fondsvertrieb wird von der AIFM-RL nur insoweit erfasst, als sich dieser an "professionelle Kun[DB 2011 S. 2079]den"⁹⁾ richtet. Die Frage nach der Zulassung bzw. der Beaufsichtigung eines Vertriebs von AIF im Retail-Bereich bleibt von der RL unbeantwortet und den Mitgliedstaaten überlassen¹⁰⁾.

5. Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrecht

Die Status Quo-Betrachtung auf nationaler Ebene kann sich kurzfristig noch einmal verändern, sollte es zeitnah zur angekündigten Verabschiedung eines Gesetzes zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts kommen. Diese Gesetzesinitiative¹¹⁾ zielt im Speziellen auf den sog. "grauen Kapitalmarkt" in Deutschland, d. h. den gesamten Bereich der Vermögensanlagen bzw. geschlossenen Fonds, die bislang lediglich durch die Prospektierungspflicht nach dem VerkProspG einer Regulierung unterworfen sind¹²⁾. Die Gesetzesinitiative sieht vor, dass Vermögensanlagen in diesem Sinne zukünftig als Finanzinstrumente zu qualifizieren sind. Daraus würde folgen, dass Wertpapierdienstleistungsunternehmen künftig auch bei der Anlageberatung und der Vermittlung von geschlossenen Fonds die Verhaltens- und Organisationspflichten des WpHG befolgen müssten. Ferner ist vorgesehen, dass die der BaFin obliegende Prospektprüfung zukünftig neben einer rein formalen Vollständigkeitskontrolle auch eine Prüfung auf Kohärenz und Widerspruchsfreiheit enthalten wird und der Anleger auf verschärfte Prospekthaftungsregelungen zurückgreifen kann. Auch Anbieter geschlossener Fonds werden zukünftig neben dem Verkaufsprospekt sog. Kurzinformativblätter zu erstellen haben (vgl. bereits ähnliche Anforderungen in § 31 Abs. 3a, 9 WpHG und § 5a WpDVerOV für

Produktinformationsblätter im Rahmen der Anlageberatung durch Wertpapierdienstleistungsunternehmen bzw. die Verpflichtung zur Veröffentlichung wesentlicher Anlegerinformationen gem. § 42 InvG). Daneben ist u. a. verpflichtend vorgesehen, dass Emittenten von Vermögensanlagen unabhängig von der gewählten Rechtsform des Anlagemodells einen zu testierenden Jahresabschluss aufzustellen haben. Wenngleich der aktuelle Gesetzesentwurf weiterhin einen sog. freien Vertrieb außerhalb des KWG vorsieht¹³⁾, sollen die auch zukünftig rein gewerberechtlich beaufsichtigten Finanzvermittler Wohlverhaltenspflichten unterstellt werden, die denjenigen nach dem WpHG für den Vertrieb von Finanzinstrumenten ähneln. Darüber hinaus müssten die in ein Vermittlerregister einzutragenden Finanzanlagenvermittler zukünftig zumindest den Nachweis ausreichender Sachkunde und des Abschlusses einer Berufshaftpflichtversicherung führen.

6. Level 2-Maßnahmen und Implementierung der AIFM-RL in nationales Recht

Die Verabschiedung der technischen Durchführungsvorschriften zur Konkretisierung der RL erfolgt durch die EU-Kommission, die sich derzeit von der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA¹⁴⁾ hierzu Vorschläge erarbeiten lässt. Nach dem derzeitigen Fahrplan können Stellungnahmen von Marktteilnehmern, Verbänden, etc. auf das Konsultationspapier der ESMA vom 13. 7. 2011¹⁵⁾ noch bis 13. 9. 2011 abgegeben werden. Die endgültigen Vorschläge der ESMA an die Kommission werden für 16. 11. 2011 erwartet.

Bislang ist noch nicht ersichtlich, wie und in welchem Regelungsrahmen die Umsetzung der AIFM-Richtlinie in deutsches Recht bewerkstelligt werden wird. Möglich scheint hier eine Integration des Regelungskomplexes im Rahmen des InvG, wobei dann im Rahmen dieses Gesetzes zwischen richtlinienkonformen Sondervermögen i. S. der OGAW-RL (unterfallen nicht dem Anwendungsbereich der AIFM-RL) einerseits und "sonstigen" AIF andererseits unterschieden werden müsste. Möglich scheint daneben auch eine Abspaltung der Nicht-OGAW-Fonds aus dem InvG und Überführung derselben in ein neues Gesetz zur Regelung sämtlicher kollektiver Anlagemodelle, die dem Anwendungsbereich der AIFM-RL unterfallen ("AIFM-Gesetz"). Insoweit wäre zu überlegen, ob dann auch AIFM-relevante Regelungskomplexe aus dem noch zu verabschiedenden Gesetz der Novellierung des Finanzanlagevermittler- und Vermögensanlagenrechts in jenes AIFM-Gesetz integriert werden sollten. Neben der gesetzessystematischen Frage bleibt v. a. abzuwarten, auf welche Weise der deutsche Gesetzgeber die umfangreichen Umsetzungsspielräume ausnutzen wird, die die AIFM-RL als politische Kompromisslösung eines überaus komplexen Gesetzgebungsprozesses den nationalen Gesetzgebern einräumt¹⁶⁾.

Es bleibt zu hoffen, dass der deutsche Gesetzgeber die Chance nutzt, einen wettbewerbsfähigen Rahmen für die Fondsbranche in Deutschland zu schaffen, um das Abwandern von Fonds und deren Manager aus Deutschland zu verhindern.

III. Anwendungsbereich der AIFM-Richtlinie

Wie bereits erwähnt, richtet sich die AIFM-RL primär an den Fondsverwalter (AIFM) und nicht an den Emittenten bzw. das Produkt, d. h. den Fonds (AIF). Der AIFM benötigt nach der RL eine Erlaubnis für die Verwaltung und den Vertrieb von AIF¹⁷⁾.

1. Formeller und materieller AIFM-Begriff

Der der RL unterfallende AIFM ist definitionsgemäß jedes Rechtssubjekt, bzw. jede juristische Person ("*any legal person*"), die einen oder mehrere AIF (vgl. hierzu obige Definition unter II. 4.) verwaltet, wobei es sich hierbei um den Hauptzweck der Betätigung der als AIFM zu betrachtenden Personen handeln muss. Ähnlich wie bereits in Bezug auf die OGAW-RL und das diese umsetzende InvG ausgeführt, muss bei der Frage der Anwendbarkeit der AIFM-RL somit einem formellen AIFM-Begriff gefolgt werden.

Darüber hinaus formuliert die RL aber auch einen materiellen AIFM-Begriff, d. h. Kriterien, die entscheidend dafür sind, ob ein als AIFM identifiziertes Subjekt auch "genehmigungsfähig" i. S. der RL ist. An vorderster Stelle ist hier die Anforderung zu nennen, dass ein nach der RL lizenzierter AIFM zumindest die Verantwortung für die in seiner Person zu vereinenden Funktionen der Portfolioverwaltung einerseits und des Risikomanagements andererseits tragen muss. Insoweit kann zwar die Ausübung bestimmter Tätigkeitsbereiche, nicht jedoch die Letztverantwortung an Dritte delegiert werden. Faktisch muss es sich bei der Verwaltung von AIF um den Hauptzweck des AIFM handeln. Darüber hinaus sind Nebentätigkeiten i. S. eines Spezialitätsgrundsatzes nach der RL auf die mögliche Verwaltung von [DB 2011 S. 2080]OGAW-Fonds - dies jedoch auf Grundlage einer separaten Erlaubnis -, die individuelle Portfolioverwaltung i. S. des KWG sowie ggf. die Anlageberatung denkbar.

2. Strukturwandel in der Fondsbranche als mögliche Folge der AIFM-RL

Die Kombination aus dem formellen und dem materiellen AIFM-Begriff zeigt die eigentliche Schwierigkeit im Rahmen des anstehenden Umsetzungsprozesses und dessen Auswirkungen auf die Fondsbranche auf. Würde man alleine dem formellen AIFM-Begriff folgen und danach versuchen, für jeden unter den Anwendungsbereich der RL fallenden AIF das

verwaltende Rechtsobjekt zu identifizieren, um dieses einer Lizenzierung zuzuführen, würde dies zu kurz fassen. Viele dieser Rechtssubjekte werden nach den heutigen Marktstrukturen dem materiellen AIFM-Begriff nicht entsprechen und daher - ohne strukturelle Veränderungen - nicht den Status eines genehmigungsfähigen AIFM erreichen können. Dies ist v. a. im Bereich der geschlossenen Fonds offenkundig. Die geradezu simpel anmutende Frage, wer lizenzierungspflichtiger AIFM bei einem "klassischen" geschlossenen Publikumsfonds nach dem deutschen GmbH & Co. KG-Modell ist, lässt sich alleine aus der Lektüre der RL nicht ohne Weiteres und schon gar nicht allgemeingültig beantworten. Eine mögliche Lösung scheint in der Komplementär-GmbH als der den Fonds "verwaltenden" juristische Person zu liegen. Das ist denkbar - jedenfalls dann, wenn die Komplementärin tatsächlich eigenverantwortlich für das Portfoliomanagement und das Risikomanagement zeichnet; die Festlegung auf die Komplementärin als AIFM ist jedoch bei Weitem nicht zwingend. Anders sieht es z. B. immer dann aus, wenn hinter der Struktur der den bzw. eine Mehrheit von Fonds verwaltenden Komplementärin ein übergeordneter Initiator bzw. ein Emissionshaus steht, das jedenfalls faktisch das Portfoliomanagement und/oder das Risikomanagement trägt. In einem solchen Fall könnte die Lizenzpflicht auch auf Ebene des Emissionshauses bestehen. Es ist aber nicht zuletzt auch der Fall denkbar, dass keiner der "üblicherweise" genutzten Funktionsträger die Anforderungen des materiellen AIFM-Begriffs erfüllt.

Eine wesentliche Erkenntnis aus der Verabschiedung der RL scheint darin zu liegen, dass diese alleine wegen des überaus breiten Anwendungsbereichs auf nationaler und EU-weiter Ebene und der heterogenen Fondsmärkte innerhalb dieses Anwendungsbereichs nicht zwingend (allen) vorhandenen Produkt- bzw. Marktstrukturen folgen kann. Die branchenweite Umsetzung der Richtlinienanforderungen wird sich demnach nicht darin erschöpfen, dass einzelne Rechtsträger Lizenzen erwerben und einer AIFM-Compliance folgen; vielmehr wird die Umsetzung der AIFM-RL in einigen Bereichen einen Strukturwandel nach sich ziehen, der zur Folge haben wird, dass die zukünftig zu beaufsichtigenden AIFM diejenigen Aufgaben und Verantwortungsbereiche i. S. des materiellen AIFM-Begriffs in sich vereinen, die i. S. des europäischen Gesetzgebers eine effektive Beaufsichtigung der Branche ermöglichen.

Die RL hat hier mit der Schwierigkeit zu kämpfen, dass der breite horizontale Ansatz und die Orientierung an bereits bestehenden Richtlinienstandards (OGAW, MiFID) der Heterogenität der Produkte (z. B. offene/geschlossene Fonds, liquide/illiquide Assets) und deren unterschiedliche Ausgestaltung in den Mitgliedstaaten nicht gerecht werden kann. Nur zum Teil enthält die RL auf spezielle Sachverhalte zugeschnittene Sonderregelungen (z. B. für Hedgefonds und Private Equity-Fonds). Eine weitere Differenzierung ist hier erst im Rahmen der noch ausstehenden Level 2-Maßnahmen zu erwarten.

3. Ausnahmen vom Anwendungsbereich; "kleine" AIFM

Die AIFM-Richtlinie sieht in Art. 2 Abs. 3 und Art. 3 eine Reihe von Ausnahmetatbeständen vor, wonach bestimmte Rechtsträger, die an und für sich unter den AIFM-Begriff fallen würden, mangels Regulierungsnotwendigkeit von einer Lizenzierungspflicht befreit sind. Hierunter fallen z. B. Holdinggesellschaften bzw. Strukturen, bei denen ein "AIFM" einen oder mehrere AIF verwaltet, deren einziger Anleger der AIFM, die Muttergesellschaften oder die Tochtergesellschaften des AIFM sind, es sei denn, diese sind selbst ein AIF. Daneben verbergen sich hinter der Definition des Anwendungsbereichs weitere Ausnahmen und Abgrenzungsfälle¹⁸). Die Verwaltung von AIF mit nur einem Anleger¹⁹) fällt definitionsgemäß nicht unter den Anwendungsbereich der RL²⁰). Auch Family Offices dürfen weiterhin außerhalb der AIFM-RL betrieben werden soweit dies durch die Aufnahme von Fremdkapital geschieht. Insoweit fehlt es an dem Kriterium des Einsammelns von Kapital Dritter und daher liegt systematisch keine kollektive, sondern vielmehr eine individuelle Portfolioverwaltung vor²¹).

Unterschreiten die von einem AIFM insgesamt im Rahmen von AIF verwalteten Vermögenswerte (*assets under management*) bestimmte Schwellenwerte²²), unterliegen diese vereinfachten Regelungen. "Kleine" AIFM in diesem Sinne sind lediglich zu registrieren und unterliegen gesondert geregelten Informationspflichten gegenüber der jeweiligen nationalen Aufsichtsbehörde.

IV. Kernregelungen der AIFM-Richtlinie

1. Überblick

Die AIFM-Richtlinie regelt im Grundsatz, dass die Verwaltung und der Vertrieb von AIF einer Zulassung bedürfen²³), d. h. ohne Zulassung dürfen künftig AIF-Fondsanteile in der EU nicht mehr verwaltet und/oder vertrieben werden (sogenanntes Tätigkeitsverbot mit Erlaubnisvorbehalt). Neben diesem Zulassungserfordernis für AIFM und damit der Regulierung des Marktzugangs enthält die Richtlinie

- Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit der Verwalter,
- Transparenzanforderungen,
- Sonderregelungen für die Verwalter von hebel-finanzierten AIF und Private Equity AIF,
- Vertriebsvorschriften und Drittländerregelungen sowie
- Vorschriften über die zuständigen Behörden.

Diese Anforderungen greifen nicht nur bei der Verwaltung der Fonds, sondern müssen teilweise auch bei den von den AIFM betreuten Investments der AIF berücksichtigt werden und schlagen daher bei Investments des AIF durch, die durch den AIFM getätigt werden. Vorgaben zu einer steuerlichen Behandlung macht die AIFM-Richtlinie nicht.

2. Zulassungsvoraussetzungen

Mit dem Erwerb einer Erlaubnis für die Verwaltung und die Vermarktung von einem oder mehreren AIF sind nach der RL zahlreiche Zulassungsvoraussetzungen verbunden. Hierzu zählen [DB 2011 S. 2081]u. a. das Vorhalten eines bestimmten Anfangskapitals, die Zuverlässigkeit und die Eignung der Geschäftsleiter, die Gewährleistung einer Inhaberkontrolle und dass Sitz und Hauptverwaltung des AIFM im selben Mitgliedstaat belegen sind²⁴).

Mit einem Erlaubnisantrag nach der AIFM-RL sind zahlreiche Unterlagen einzureichen, so mit Blick auf dem AIFM Angaben zu den Geschäftsleitern, zu den Inhabern wesentlicher Beteiligungen an dem AIFM, zu richtlinienkonformen Vergütungsstrukturen, ein Geschäftsplan nebst Organisationsstruktur sowie Angaben zur Umsetzung und Einhaltung einer AIFM-Compliance und schließlich Angaben zu Auslagerungssachverhalten²⁵). Daneben werden Angaben zu den zu verwaltenden AIF verlangt; sie betreffen die Anlagestrategie, mögliche Hebeleffekte, etwaige Feeder-/Master-Strukturen, Sitz der AIF, die Vertragsbedingungen, Verwahrstellen und Anlegerinformationen²⁶).

AIFM in der Form eines intern verwalteten AIF benötigen ein Anfangskapital von min. 300.000 €, externe AIFM i. H. von min. 125.000 €. Übersteigt der Wert der von dem AIFM verwalteten AIF-Portfolios 250 Mio. € sind zusätzliche Eigenmittel einzubringen, wobei die Mitgliedstaaten gestatten können, dass diese bis zu 50% durch Garantien eines Kreditinstituts oder eines Versicherungsunternehmens beigebracht werden²⁷). Potenzielle Haftungsrisiken sind durch weitere Eigenmittel oder durch Abschluss einer Berufshaftpflichtversicherung abzudecken. Die Eigenmittel des AIFM im vorgenannten Sinne sind in liquiden Vermögenswerten anzulegen und dürfen keine spekulativen Positionen enthalten.

Zuständig für das Erlaubnisverfahren sind die Aufsichtsbehörden am Sitz des AIFM²⁸); in Deutschland wird die BaFin diese Funktion ausüben.

3. Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit der AIFM

a) Allgemeine Grundsätze

Kapitel III der RL formuliert die Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit der AIFM. Dort ist der gesamte Katalog an Wohlverhaltens- und Organisationspflichten enthalten, der sicherstellen soll, dass ein AIFM seinen Aufgaben stets sorgfältig, sachkundig, redlich und ehrlich, unter Wahrung der Interessen der AIF und seiner Anleger und unter Vermeidung von Interessenskonflikten nachkommt²⁹). Das Kapitel enthält Vorgaben für angemessene Vergütungsstrukturen, zur Vermeidung von Interessenskonflikten sowie zur angemessenen Implementierung eines Risiko- und Liquiditätsmanagements. In wesentlichen Zügen erinnern diese Grundsätze ("AIFM-Compliance") an bekannte Vorgaben der MiFID-RL.

Von entscheidender Bedeutung für den organisatorischen Aufbau von AIFM ist, dass die für den AIFM - nach dessen materieller Begriffsbestimmung - wesentlichen Funktionsbereiche des Portfoliomanagements und des Risikomanagements nach Art. 15 AIFM-RL funktional und hierarchisch zu trennen, gleichwohl aber zwingend gemeinsam in der Person des AIFM zu vereinen sind.

b) Organisatorische Anforderungen

Im Bereich der organisatorischen Anforderungen sind daneben die Regelungskomplexe Bewertung, Auslagerung und Verwahrstelle von tragender Bedeutung mit z. T. erheblichen Auswirkungen für die unterschiedlichen Branchen.

Ein AIFM wird zukünftig sicherstellen müssen, dass im Wege festzulegender Bewertungsverfahren mindestens einmal jährlich eine Bewertung der Vermögenswerte sowie eine Berechnung des Nettoinventarwerts je Anteil (Anteilswert) erfolgt³⁰). Bei offenen AIF hängt ein engerer Bewertungsrhythmus zudem von den in dem AIF gehaltenen Vermögenswerten und seiner Ausgabe- und Rücknahmehäufigkeit ab. Bei geschlossenen AIF ist eine entsprechende Bewertung immer dann durchzuführen, wenn das Kapital des entsprechenden AIF erhöht oder herabgesetzt wird. Genauere Vorgaben werden erst den Durchführungsvorschriften zu entnehmen sein. Der mögliche organisatorische und kostenmäßige Aufwand, der hiermit verbunden ist, dürfte jedenfalls für solche Anbieter und Produkte, die bislang noch nicht in diesem Umfang verpflichtet waren, von erheblicher Bedeutung sein.

Die Auslagerung von Aufgaben an Dritte ist der Aufsichtsbehörde vorab anzuzeigen und muss einer Reihe von Bedingungen folgen³¹). Sie darf nicht dazu führen, dass der AIFM als funktionslose Hülse verbleibt ("Briefkastenfirma"). Nur stark eingeschränkt möglich ist zudem eine Auslagerung im Bereich des Portfolio- oder des Risikomanagements; sie darf nur an Unternehmen erfolgen, die über eine Lizenz zur Vermögensverwaltung verfügen bzw. registriert sind und einer Aufsicht unterliegen; anderenfalls nur nach vorheriger Genehmigung durch die Aufsichtsbehörde. Ausgeschlossen ist die

Auslagerung im Bereich des Portfolio- bzw. Risikomanagements an die Verwahrstelle. Jegliche Form der Auslagerung bleibt ohne Konsequenz für die Haftung des AIFM gegenüber dem AIF bzw. seinen Anlegern, d. h. dass sich der AIFM nicht durch Delegation von Aufgaben an Dritte enthaften kann.

Eine wesentliche Neuerung für die Fondsbranche ist mit der zwingenden Benennung einer Verwahrstelle für jeden AIF verbunden, und zwar unabhängig von den über den AIF erworbenen Vermögensgegenständen³²⁾. In Betracht kommen hierfür zunächst klassische Depotbanken. Daneben steht es den Mitgliedstaaten frei, auch andere besondere Verwahrstellen zu etablieren, soweit es AIF des geschlossenen Typs betrifft, bei dem Anleger einer Kapitalbindung von wenigstens 5 Jahren unterliegen und die in andere Vermögenswerte als Finanzinstrumente investiert sind. Geeignet wären hiernach Personen, die die Aufgaben einer Verwahrstelle im Rahmen ihrer beruflichen oder geschäftlichen Tätigkeit wahrnehmen und für die diese Personen einer gesetzlich anerkannten berufsmäßigen Registrierung, Rechts- und Verwaltungsvorschriften oder berufsständischen Regeln unterliegen, so etwa Rechts- und Steuerberater, Wirtschaftsprüfer oder Notare.

Die Funktionen der Verwahrstelle beinhalten die Überwachung sämtlicher Zahlungsströme des AIF, die Verwahrung von Finanzinstrumenten, die Prüfung bzw. die Erbringung eines Nachweises von Eigentumsübertragungen, wenn es sich bei den Vermögensgegenständen nicht um Finanzinstrumente handelt, die Überprüfung der Einhaltung des geltenden Rechts im Zusammenhang mit dem Kauf, der Ausgabe, der Rücknahme, der Rückzahlung und Kündigung von Anteilen an dem AIF, der Einhaltung des geltenden Rechts im Zusammenhang mit der Bewertung der Anteile des AIF und der ordnungsgemäßen Verwendung der Erträge des AIF. Die Verwahrstelle haftet für Schäden aus vorsätzlicher oder fahrlässiger Schlechtleistung bzw. **[DB 2011 S. 2082]** Nichterfüllung des Vertrags sowie für Verlust von Finanzinstrumenten sowohl gegenüber dem AIFM als auch gegenüber dem AIF und seinen Anlegern. Eine Auslagerung von Einzelfunktionen durch die Verwahrstelle ist nach der RL nur in sehr begrenztem Umfang möglich; sie betrifft die physische Verwahrung von Finanzinstrumenten sowie die Prüfung des wirksamen Eigentumserwerbs an sonstigen Aktiva.

Der Zuständigkeitskatalog, der nach den Vorgaben der RL zukünftig auf Verwahrstellen zukommt, macht deutlich, dass hier sowohl im Bereich lizenzierter Institute (Depotbanken), aber möglicherweise auch außerhalb ein völlig neuartiger Funktionsträger im Branchenumfeld kollektiver Anlagemodelle entstehen wird. Bestehende Depotbanken sind nicht ohne Weiteres in der Lage, die Vielzahl der zusätzlichen Kontrollaufgaben zu übernehmen. Hier sind umfassende Ausbau- und Umstrukturierungsmaßnahmen im Markt zu erwarten. Soweit der deutsche Gesetzgeber daneben eine Wahrnehmung von Verwahrstellenfunktionen durch berufsrechtlich kontrollierte Stellen zulässt, wird sich in diesem Umfeld eine komplett eigenständige Branche entwickeln. Die Auswirkungen in organisatorischer, logistischer und - nicht zuletzt aus Haftungserwägungen - kostenmäßiger Hinsicht dürften für die Marktteilnehmer erheblich sein.

4. Transparenzanforderungen

Die AIFM-Richtlinie legt den AIFM für die von ihnen verwalteten EU-AIF und in der EU vertriebene AIF umfangreiche Transparenzanforderungen auf. Diese Informationspflichten bestehen einmal gegenüber den Anlegern des AIF und zum anderen gegenüber den jeweils zuständigen Behörden, in Deutschland aller Voraussicht nach gegenüber der BaFin. Bei dem Erwerb von Unternehmen sowie beim Einsatz von Hebelfinanzierungen sind zusätzliche Informations- und Mitteilungsverpflichtungen auch gegenüber den betreffenden Zielunternehmen, deren Anlegern und Arbeitnehmern bzw. deren Vertretern zu beachten (s. Ausführungen unter IV. 5.).

Der AIFM hat für jeden verwalteten AIF innerhalb von sechs Monaten nach Ende des betreffenden Geschäftsjahres einen Jahresbericht auf Anfrage den Anlegern und den zuständigen Behörden vorzulegen. Der Jahresbericht hat neben einer Bilanz bzw. Vermögensaufstellung, einer Aufstellung der Erträge und Aufwendungen und einem Bericht über die Tätigkeiten im abgelaufenen Geschäftsjahr auch detaillierte Angaben über die Vergütungen der Mitarbeiter des AIFM einschließlich der vom AIF gezahlten Carried Interests zu enthalten³³⁾.

Neben der Erstellung und Vorlage eines Jahresberichtes hat der AIFM gegenüber potenziellen Anlegern vor deren Investment in den AIF detaillierte Informationen zur Verfügung zu stellen und auch bei entsprechenden Veränderungen später zu berichtigen. Zu diesen Informationen gehören u. a. eine Beschreibung der Anlagestrategie und der Ziele des AIF, Beschreibung der Vermögenswerte, in die der AIF investieren darf und alle damit verbundenen Risiken, Angaben zum Liquiditätsmanagement, Kosten- und Vergütungsstrukturen sowie eine Beschreibung der Art und Weise, wie der AIFM eine faire Behandlung der Anleger gewährleistet³⁴⁾.

Gegenüber den zuständigen Behörden hat der AIFM - neben der Vorlage des Jahresberichtes - regelmäßig über die wichtigsten Märkte und Instrumente, auf bzw. mit denen er für Rechnung des von ihm verwalteten AIF handelt, zu berichten. Darüber hinaus hat er den zuständigen Behörden für jeden von ihm verwalteten EU-AIF und für jeden von ihm in der EU vertriebenen AIF detaillierte Information und Unterlagen vorzulegen³⁵⁾.

5. Sonderregelung für die Verwalter von hebelfinanzierten AIF und Private Equity AIF

Als "Überbleibsel" des ursprünglichen Ansatzes der RL zur ausschließlichen Regulierung von Hedgefonds und Private Equity Fonds enthält die AIFM-Richtlinie für Verwalter von hebel-finanzierten AIF (diese müssen aber nicht zwangsläufig Hedgefonds sein) und von Private Equity AIF Sonderregelungen, die über die Anforderung für Verwalter der übrigen AIF hinausgehen und teilweise erhebliche wirtschaftliche Einschnitte bedeuten können.

a) Hebel-finanzierte AIF³⁶⁾

Für AIFM, die hebel-finanzierte AIF verwalten, gelten gesteigerte Informationspflichten gegenüber den zuständigen Behörden sowie gegenüber den Anlegern, die in erster Linie den Einsatz der Hebel-finanzierungen und deren Umfang (einschließlich Sicherheiten) betreffen³⁷⁾. Der AIFM hat aber auch den zuständigen Behörden gegenüber darzulegen, dass die von ihm angesetzte Begrenzung des Umfanges der Hebel-finanzierungen bei jedem von ihm verwalteten AIF angemessen ist und dass er diese Begrenzung stets einhält³⁸⁾.

Diese Information, die der AIFM den zuständigen Behörden übermitteln muss, sowie die ebenfalls in der AIFM-Richtlinie geregelten Verpflichtungen der zuständigen nationalen Behörden zum Informationsaustausch mit der ESMA³⁹⁾ sollen dazu dienen, festzustellen, inwieweit die Nutzung von Hebel-finanzierungen zur Entstehung von Systemrisiken im Finanzsystem zu Risiken von Marktstörungen oder zu Risiken für das langfristige Wirtschaftswachstum beiträgt⁴⁰⁾.

Neben diesen "reinen" Informationspflichten enthält die AIFM-Richtlinie aber auch klare Sanktions- und Eingriffsmöglichkeiten der zuständigen Behörden gegenüber dem AIFM oder einer Gruppe von AIFM. Art. 25 Abs. 3 Satz 2 und Abs. 7 legt fest, dass die zuständigen Behörden den Umfang der Hebel-finanzierung, die ein AIFM bzw. eine Gruppe von AIFM einsetzen darf, beschränken kann oder sonstige Beschränkungen dem AIFM bzw. einer Gruppe von AIFM bezüglich der von ihm bzw. ihnen verwalteten AIF auferlegen kann. Diese Eingriffsmöglichkeiten sollen dann bestehen, wenn dies *"zur Gewährleistung der Stabilität und Integrität der Finanzsysteme als nötig erachtet wird"* und *"so . . . das Ausmaß begrenzt wird, in dem die Nutzung von Hebel-finanzierungen zur Entstehung von Systemrisiken im Finanzsystem oder dem Risiko von Marktstörungen beiträgt"*⁴¹⁾.

In der Praxis wird es wegen der für die Eingriffsnorm als Tatbestandsvoraussetzungen verwendeten unbestimmten Rechtsbegriffe zu erheblichen Diskussionen und (praktischen) Schwierigkeiten kommen. Auch werden sich möglicherweise Bedenken hinsichtlich einer Verfassungsmäßigkeit dieser Eingriffsnorm ergeben. Hier bleibt zunächst jedoch abzuwarten, wie die Kom[DB 2011 S. 2083]mission sowie der deutsche Gesetzgeber durch weitere Rechtsakte diese Regelungen weiter konkretisieren und umsetzen werden. Es stellt sich auch die Frage, wie ein AIFM eine einmal eingesetzte Hebel-finanzierung in der Praxis begrenzen soll. Dies wird nur dann möglich sein, wenn bestehende Fremdfinanzierungen (teilweise) abgelöst und durch Eigenkapital ersetzt werden. Dies setzt jedoch voraus, dass eine entsprechende Ablösung nach den Finanzierungsverträgen möglich ist und dass genügend Eigenkapital für eine Ablösung zur Verfügung steht.

b) Kontrollerwerb an Unternehmen durch AIF

Für AIFM, die AIF verwalten, die die Kontrolle über Unternehmen erlangen (Private Equity AIF), regelt die AIFM-Richtlinie zum einen gesteigerte Informations- und Mitteilungspflichten, zum anderen das Verbot des sog. "Asset Strippings".

aa) Informations- und Mitteilungspflichten

Bei dem Erwerb, dem Verkauf oder dem Halten von Anteilen an einem nicht börsennotierten Unternehmen muss der AIFM den zuständigen Behörden mitteilen, wenn der Anteil der Stimmrechte des AIF die Schwellenwerte von 10%, 20%, 30%, 50% und 75% erreicht, überschreitet oder unterschreitet⁴²⁾. Ähnliche Regelungen gelten bereits bei Aktiengesellschaften (vgl. § 20 AktG) sowie bei börsennotierten Gesellschaften (vgl. § 21 WpHG). Neu ist an dieser Stelle, dass sich die Informationspflicht nunmehr auch auf Gesellschaften mit beschränkter Haftung erstreckt und dass diese Informationspflichten nicht den (beteiligten) AIF selbst betreffen, sondern den Verwalter, der unter Umständen gesellschaftsrechtlich nicht mit dem AIF bzw. dem Zielunternehmen verbunden ist.

Darüber hinaus muss der AIFM (nicht der AIF!) bei einem Kontrollerwerb an börsen- und nicht börsennotierten Unternehmen dies der betreffenden Zielgesellschaft, den Gesellschaftern und über Vorstand bzw. Geschäftsführung den Arbeitnehmern bzw. deren Vertretungen mitteilen⁴³⁾.

Neben der reinen Mitteilung von Fakten, wie z. B. Identität des Erwerbers (AIF), Höhe der Stimmrechte, Datum und Bedingungen des Erwerbs, verlangt die AIFM-RL auch die Mitteilung von "weichen Faktoren", wie die Offenlegung von Regelungen des AIF zur Vermeidung und Steuerung von Interessenkonflikten, insbesondere zwischen dem AIFM, dem AIF und dem Unternehmer, die externe und interne Kommunikationspolitik gegenüber der Gesellschaft, insbesondere gegenüber den Arbeitnehmern, sowie, bei einem Kontrollerwerb an nicht börsennotierten Unternehmen, die Absichten des AIF hinsichtlich der zukünftigen Geschäftspolitik und die voraussichtlichen Auswirkungen auf die Arbeitnehmer. Zu beachten ist in diesem Zusammenhang, dass die AIFM-RL auch hinsichtlich des Inhalts der Mitteilung zwischen börsen- und nicht börsennotierten Unternehmen unterscheidet; für Letztere sind die Mitteilungspflichten vom Umfang her strenger⁴⁴⁾. Zusätzlich sind auch die zuständige Behörde und die Investoren des AIF über die Finanzierung der Transaktion zu informieren⁴⁵⁾.

Die vorgenannten Mitteilungspflichten gelten jedoch nicht bei sog. "Special Purpose Vehicles" (Zweckgesellschaften) für den Erwerb und das Halten von Immobilien und bei nicht börsennotierten Zielunternehmen, wenn es sich dabei um ein kleines oder mittleres Unternehmen handelt⁴⁶⁾.

bb) Verbot des Asset-Strippings

Das in der AIFM-Richtlinie normierte Verbot des sogenannten "Asset-Strippings" soll die Zerschlagung von Unternehmen verhindern. Es richtet sich an die Verwalter von AIF, die die Kontrolle über ein Zielunternehmen (börsen- oder nicht börsennotiert) erlangt haben und verbietet innerhalb von zwei Jahren nach Erlangung der Kontrolle jegliche Mitwirkung, Unterstützung oder Anordnung folgender Maßnahmen des Zielunternehmens⁴⁷⁾:

- Ausschüttungen, die zu einem Nettoaktivvermögen unterhalb des gezeichneten Kapitals führen oder die vorhandenen Gewinne übersteigen,
- Kapitalherabsetzungen sowie
- Einziehung und Erwerb eigener Anteile.

Darüber hinaus muss sich der AIFM nach besten Kräften bemühen, die vorgenannten Maßnahmen bei dem Zielunternehmen zu verhindern. Spiegelbildlich zu den vorgenannten Mitteilungspflichten gilt das Verbot des Asset-Strippings jedoch nicht bei Zweckgesellschaften für den Erwerb und das Halten von Immobilien und für kleine und mittlere nicht börsennotierte Zielunternehmen⁴⁸⁾.

6. Vertriebsfragen und Drittlandbezug

Die AIFM-RL regelt ausschließlich den Vertrieb an professionelle Anleger. Dies bedeutet jedoch nicht nur, dass die Ausgestaltung einer Regulierung des Vertriebs an Retail- bzw. Privatkunden einer Marktharmonisierung vorbehalten und daher weiterhin ein Geflecht an Einzelstaatenregelungen bestehen bleibt. Die RL geht im Ergebnis vielmehr davon aus, dass AIF generell nur an professionelle Kunden vertrieben werden dürfen. Sie stellt daher den Mitgliedstaaten nicht nur die Ausgestaltung, sondern generell die Frage anheim, eine Vermarktung von AIF an Retailkunden zuzulassen. Eine eindeutige Festlegung des deutschen Gesetzgebers zu dieser Frage ist bislang nicht bekannt. Alleine aus der o. g. Gesetzesinitiative zur - nationalen - Regulierung des sog. Grauen Kapitalmarkts (vgl. oben unter II. 5.), insbesondere aus der darin verankerten Etablierung des Rechts der Finanzanlagenvermittler, lässt sich ableiten, dass der deutsche Gesetzgeber wohl auch weiterhin jedenfalls den Vertrieb von Vermögensanlagen - bei denen es sich unstreitig um AIF i. S. der RL handelt - auch an private Anleger zulassen möchte.

Für den Fall, dass sich der deutsche Gesetzgeber für eine Zulassung des Vertriebs von AIF an Privatkunden entscheiden sollte, stellt die RL die Bedingung auf, dass eine diesbezügliche nationale Regulierung zumindest das Regulierungsniveau der RL beachten muss. Hierzu heißt es in Art. 43 Abs. 1, Unterabs. 2 AIFM-RL, dass die Mitgliedstaaten in solchen Fällen den AIFM oder AIF Auflagen unterwerfen können, die strenger sind als jene, die für AIF gelten, die in ihrem Hoheitsgebiet gem. dieser RL an professionelle Anleger vertrieben werden.

Ob das nunmehr in Deutschland zur Verabschiedung anstehende Vermögensanlagen- und Finanzanlagenvermittlerrecht diesem Standard gerecht werden kann, ist überaus fraglich. Insoweit steht zu befürchten, dass die bevorstehende nationale Regulierung des grauen Kapitalmarkts zumindest in Teilbereichen nur von kurzer Lebensdauer sein wird, da im Zuge der Umsetzung der AIFM-RL ein vom Gesetzgeber zugelassener Vertrieb an Privatkunden vermutlich neu geregelt werden muss.

[DB 2011 S. 2084]

Die RL sieht vor, dass der Vertrieb von AIF Gegenstand der AIFM-Lizenz ist. Wer eine Erlaubnis nach der AIFM-RL innehat, ist hiernach gleichzeitig zur Verwaltung und zum Vertrieb von Anteilen an AIF berechtigt. Soweit darüber hinaus etwa Kredit- bzw. Finanzdienstleistungsinstitute zukünftig AIF vermarkten wollen, ist dies nur möglich, wenn der für die AIF zuständige AIFM eine entsprechende Vertriebszulassung geschaffen hat.

Die Frage der grenzüberschreitenden Verwaltung bzw. des grenzüberschreitenden Vertriebs von AIF ist in der AIFM-RL in einen zweistufigen Prozess gegliedert. Mit Inkrafttreten bzw. Umsetzung der RL ist es möglich, dass AIFM mit Sitz in einem Mitgliedsstaat AIF, die ebenfalls in einem der Mitgliedstaaten domiziliert sind, zu verwalten und zu vertrieben, dies jedoch auch über die Grenzen zwischen den einzelnen Mitgliedstaaten hinaus (sog. "EU-Pass Stufe 1").

Erst in einer vermutlich 2015 anstehenden Phase 2 wird - abhängig von den Marktbeobachtungen aus Phase 1 - eine Verwaltung von AIF mit einem Sitz außerhalb der europäischen Union und dessen Vertrieb in die Union bzw. die Verwaltung von EU-AIF oder der Vertrieb von AIF in die Union hinein durch AIFM, die ihren Sitz außerhalb der EU haben, möglich sein.

V. Zusammenfassung

Entgegen einer weitverbreiteten Ansicht wird die AIFM-RL nicht dazu führen, dass die Fondsbranche insgesamt einer EU-

weit harmonisierten Regulierung unterworfen wird. Auch nach Umsetzung der RL wird es keine umfassend harmonisierte Regulierung der Fondsprodukte geben. Ebenso wenig wird es einen einheitlich regulierten Vertrieb im Retail-Bereich geben, was insoweit auch die Möglichkeit der grenzüberschreitenden Vermarktung mit einem EU-Pass ausschließt.

Die RL definiert neben dem formellen Anwendungsbereich auch einen materiellen AIFM-Begriff, der die Bedingungen dafür enthält, ob eine nach formellen Kriterien als AIFM identifizierte Person auch genehmigungsfähig i. S. der RL ist. Im Rahmen der Umsetzung der AIFM-RL wird deutlich werden, dass dies in Teilbereichen der Fondsbranche die Notwendigkeit der Abwandlung gewohnter Strukturierungsmodelle nach sich ziehen wird.

Die RL verlangt von AIFM die Einhaltung zahlreicher personeller und organisatorischer Anforderungen mit teilweise erheblichem logistischem und kostenmäßigem Umsetzungsaufwand, insbesondere mit Blick auf die Themen Bewertung und Verwahrstelle. Es wird daher nicht ausbleiben, dass es zu Marktaustritten bzw. zu einer Konsolidierung der Anbietermärkte kommen wird.

Von wesentlicher Bedeutung für den weiteren Gesetzgebungsprozess sind die noch ausstehenden technischen Durchführungsvorschriften, die die Kommission u. a. auf Grundlage der Empfehlungen der Europäischen Wertpapieraufsicht ESMA noch verabschiedet wird. Insoweit ist zu erwarten, dass zahlreiche Fragen, die die RL mit ihrem hohen Abstrahierungsgrad noch offenlässt, beantwortet werden. Als Beispiel sei hier nur der oben erläuterte Anwendungsbereich der Sondervorschriften für hebelfinanzierte AIF genannt.

Für den Bereich der bislang weitgehend unregulierten geschlossenen Fonds ist neben dem Umsetzungsprozess der AIFM-RL auch die nationale Gesetzesinitiative für ein Vermögensanlagen- und Finanzanlagenvermittlerrecht zu sehen. Entgegen anders lautender Bekundungen des Gesetzgebers steht zu befürchten, dass die beiden Gesetzesvorhaben nicht dergestalt aufeinander abgestimmt werden können, dass das Vermögensanlagen- und Finanzanlagenvermittlerrecht auch nach Umsetzung der AIFM-RL unverändert fortbestehen kann. Vielmehr ist davon auszugehen, dass insbesondere das Recht der Finanzanlagenvermittler nur von kurzer Dauer sein und im Zuge der Umsetzung der RL abermals zu novellieren sein wird.

Informationen zu den Autoren

Robert Kramer und *Dr. Ralf Recknagel* sind Rechtsanwälte und Partner der Sozietät GSK STOCKMANN & KOLLEGEN.

Fußnoten:

- 1) RL 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. 6. 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der RL 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010, ABIEU L 174/1 vom 1. 7. 2011; vgl. hierzu auch *Harrer/Krüger/Möllers*, WM 2011 S. 1537; *Spindler/Trancredi*, WM 2011 S. 1393 und 1441; *Weiser/Jang*, BB 2011 S. 1219; *Weitnauer*, BKR 2011 S. 143.
- 2) RL 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. 7. 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABIEU L 302 vom 17. 11. 2009 S. 32.
- 3) Vgl. Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und SPD vom 11. 11. 2005, S. 73; abrufbar unter www.cdu.de/doc/pdf/05_11_11_Koalitionsvertrag.pdf [letzter Abruf: 30. 8. 2011]; *Weitnauer*, BKR 2011 S. 143.
- 4) *Weiser/Jang*, BB 2011 S. 1219.
- 5) Entscheidung der Kommission vom 30. 9. 2009 über Beihilferegulungen C2/09, ABLEU L 6/32 vom 9. 1. 2010.
- 6) Pressemitteilung BVK vom 1. 10. 2009 abrufbar unter: www.bvkap.de/privateequity.php/cat/144/aid/541/title/Bruessel_stopppt_Wagniskapitalbeteiligungsgesetz_-_BVK_setzt_sich_fuer_Neuauflauf_bei_Private_Equity-Regulierung_ein [letzter Abruf: 30. 8. 2011].
- 7) RL 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. 11. 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der RL 2001/34/EG.
- 8) RL 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. 4. 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der RL 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der RL 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der RL 93/22/EWG des Rates.
- 9) Gem. Art. 4 Abs. 1 lit. ag) AIFM-RL ist "professioneller Anleger" i. S. der RL jeder Anleger, der i. S. von Anhang II der RL 2004/39/EG als ein professioneller Kunde angesehen wird oder auf Antrag als ein professioneller Kunde behandelt werden kann; die RL stellt insoweit auf die nach MiFID-Vorgaben vorzunehmende Kundeneinteilung ab.
- 10) Vgl. Art. 43 AIFM-RL.
- 11) Vgl. RegE für ein Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagerechts vom 6. 4. 2011, BT-Drucks. 17/6051.
- 12) Anm.: soweit der Fonds nicht ein lizenzpflichtiges Geschäft i. S. des KWG zum Gegenstand hat.
- 13) Vgl. Art. 5 Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagerechts-RegE, a.a.O. (Fn. 11).
- 14) European Securities and Markets Authority; vgl. dazu *Hoffmann/Detzen*, DB 2011 S. 1261.
- 15) Siehe u.: www.esma.europa/popup2.php?id=7625 [letzter Abruf: 25. 8. 2011].
- 16) Etwa die für den freien Vertrieb zukunftsweisende Frage nach der Zulassung eines Vertriebs von AIF an Retail-Kunden; vgl. bereits Fn. 10.

- 17) Vgl. Art. 6 ff. der AIFM-RL.
- 18) Zu den weiteren Ausnahmen vgl. auch *Spindler/Tancredi*, WM 2011 S. 1391 (1398).
- 19) Relevant z. B. im Bereich von Spezial-Sondervermögen.
- 20) Vgl. AIF-Definition in Art. 4 Abs. 1 lit. a) sub-lit. i) AIFM-RL.
- 21) Vgl. AIF-Definition in Art. 4 Abs. 1 lit. a) sub-lit. i) AIFM-RL; vgl. zudem Erwägungsgrund Nr. 7 der RL.
- 22) 100 Mio. € bzw. 500 Mio. €, bei AIF ohne Hebelfinanzierungselementen und mit einer Mindestkapitalbindung der Anleger von 5 Jahren, vgl. Art. 3 Abs. 2 AIFM-RL.
- 23) Vgl. Art. 6 ff. AIFM-RL.
- 24) Vgl. Art. 8 AIFM-RL.
- 25) Art. 7 Abs. 2 AIFM-RL.
- 26) Art. 7 Abs. 3 AIFM-RL.
- 27) Die zusätzlichen Eigenmittel betragen 0,02% des Betrags, um den der Wert des Gesamtportfolios 250 Mio. € übersteigt; maximal betragen Anfangskapital und zusätzliche Eigenmittel 10 Mio. €; vgl. Art. 9 Abs. 3, 6 AIFM-RL.
- 28) Art. 7 Abs. 1 AIFM-RL.
- 29) Vgl. Art. 12 ff. AIFM-RL.
- 30) Vgl. im Einzelnen Art. 19 AIFM-RL.
- 31) Vgl. Art. 20 AIFM-RL.
- 32) Vgl. Art. 21 AIFM-RL.
- 33) Art. 22 Abs. 2 AIFM-RL zählt die Anforderungen an den Jahresbericht im Einzelnen auf.
- 34) Die genannte Aufstellung der Informationspflichten ist nicht vollständig und abschließend. Art. 23 Abs. 1 AIFM-RL zählt sie vollständig auf.
- 35) Siehe Art. 24 Abs. 3 und 4 AIFM-RL.
- 36) Als "Hebelfinanzierung" definiert die AIFM-RL (Art. 4 Abs. 1 v) AIFM-RL) jede Methode, mit der ein AIFM das Risiko eines von ihm verwalteten AIF durch Kreditaufnahme, Wertpapieranleihe, in Derivate eingebettete Hebelfinanzierungen erhöht. Die Kommission wird nach der AIFM-RL (Art. 4 Abs. 3 AIFM-RL) delegierte Rechtsakte unter anderem zur Festlegung der Methoden für Hebelfinanzierungen und deren Berechnungen erlassen.
- 37) Art. 24 Abs. 4 AIFM-RL und Art. 23 Abs. 5 AIFM-RL.
- 38) Art. 25 Abs. 3 AIFM-RL.
- 39) Art. 25 Abs. 2 AIFM-RL.
- 40) So ausdrücklich formuliert in Art. 25 Abs. 1 AIFM-RL.
- 41) Art. 25 Abs. 3 AIFM-RL
- 42) Art. 27 Abs. 1 AIFM-RL.
- 43) Art. 27 und 28 AIFM-RL.
- 44) Siehe Art. 27 und Art. 28 AIFM-RL.
- 45) Art. 28 Abs. 5 AIFM-RL.
- 46) Art. 26 Abs. 2 AIFM-RL.
- 47) Art. 30 Abs. 1 AIFM-RL
- 48) Art. 26 Abs. 2 AIFM-RL.