

Wie ein Gespenst geht gegenwärtig die drohende Regulierung durch die AIFM-Richtlinie durch die Republik. Niemand weiß genau was kommt und die Politik trägt leider zu einem erheblichen Teil dazu bei, große Unsicherheit in der Branche zu erzeugen. Bereits Ende Juli soll die sogenannte AIFM-Richtlinie umgesetzt sein, bis jetzt liegt aber nur der Entwurf für ein Umsetzungsgesetz vor. Das erschwert die Vorhersage, wen die Regulierung genau trifft. Klar ist inzwischen nur, dass es bei Weitem nicht auf die Hedgefonds beschränkt bleibt, wie der Name AIFM (Alternative Investment Funds) eigentlich nahelegen würde. Vielmehr sollen alle Fondsmodelle außerhalb des UCITS-Bereichs geregelt werden. Im Herbst letzten Jahres wurde ein erster Entwurf vorgestellt, der alle erheblich erschreckt hat. Dieser Entwurf ist inzwischen entschärft worden und die Bundesregierung hat einen Gesetzentwurf präsentiert, der deutlich moderater ist.

Erfreulicherweise hat sich inzwischen auch die BaFin zu Wort gemeldet und ein erstes Konsultationsverfahren dazu eingeleitet, wer überhaupt unter das neue Gesetz fallen soll. Reguliert werden sogenannte Investmentvermögen. Das ist jeder „Organismus für gemeinsame Anlagen, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren und der kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors ist.“ Das wird ein sehr weiter Anwendungsspielraum. Die BaFin stellt in ihrem vorgestellten Konsultationsentwurf vom März 2013 nämlich klar, dass die AIFM-Regulierung auf alle Anlagevehikel zukommen kann, ganz egal in welcher Rechtsform sie betrieben werden. In erster Linie soll es die bekannten GmbH & Co KGs treffen, die die geschlossene Fondbranche gerne nutzt, die Beteiligung des Anlegers kann aber auch in jeder anderen Rechtsform erfasst sein, ob gesellschaftsrechtlich, mitgliederschäftlich oder schuldrechtlicher Natur. Beteiligungen in der Form von stillen Beteiligungen, Genussrechten oder Schuldverschreibungen können daher nach Auffassung der BaFin genauso in die neue Regulierung fallen.

Das Merkmal „Organismus für gemeinsame Anlagen“ sei schon erfüllt, wenn für Anleger sowohl eine Gewinn- als auch eine Verlustbeteiligung an der Wertentwicklung von Vermögensgegenständen geplant ist, in die das Anlagevehikel investiert. Weiteres Merkmal ist das Einsammeln von Kapital von einer Anzahl von Anlegern. Nach Auffassung der BaFin wird Kapital bereits eingesammelt, wenn ein Anlagevehikel direkte oder indirekte Schritte unternimmt, um bei einem oder mehreren Anlegern Kapital zu beschaffen, um einen gemeinsamen Return für die Anleger zu generieren und / oder wenn eine gewerbsmäßige Kommunikation zwischen dem kapitalsuchenden Anlagevehikel und dem zukünftigen Anleger stattfindet, die eine Kapitalbeschaffung zum Ziel hat. Selbst wenn man am Schluss nur einen Anleger für ein Vehikel gewinnt, soll es nach Ansicht der BaFin für die Regulierung ausreichen, dass Vertriebsaktivitäten gegenüber mehreren potenziellen „Prospekts“ durchgeführt wurden.

Die AIFM-Regulierung greift dann, wenn das Anlagevehikel das eingesammelte Kapital „gemäß einer festgelegten Anlagestrategie“ investiert. Auf eine solche „Strategie zur Konkretisierung von Anlagerichtlinien“ deute zum Beispiel die in Verkaufsunterlagen enthaltene Defi-

inition von Anlagen nach bestimmten Kategorien von Vermögensgegenständen hin, oder Beschränkungen für die asset allocation, die Verfolgung einer bestimmten Strategie, die Anlage in bestimmte geografische Regionen oder z. B. Beschränkungen des Leverage. Wird eine solche Anlagestrategie festgelegt, so deutet das auf ein Anlagevehikel hin und dieses fällt dann in die Regulierung. Die Abgrenzungen sind leider noch sehr nebulös. Die BaFin versucht zu helfen und unterscheidet zwischen einer allgemeinen Geschäftsstrategie/Unternehmensstrategie und einer Anlagestrategie. Eine allgemeine Unternehmensstrategie deutet nicht auf ein kollektives Anlagevehikel hin, die zuvor genannte Anlagestrategie hingegen schon. Ob der Praxis mit diesem Hinweis geholfen wird möchte ich an dieser Stelle einmal dahingestellt sein lassen.

Etwas konkreter ist da schon ein weiteres Kriterium für einen Organismus für gemeinsame Anlagen (und damit ein Anlagevehikel), nämlich der Zweck, „zum Nutzen dieser Anleger zu investieren“. Wird das eingesammelte Kapital nicht ausschließlich zum Nutzen der Anleger, sondern z. B. zum Nutzen des eigenen Unternehmens eingesetzt, so könnte dies darauf hindeuten, dass eben kein kollektives Anlagevehikel und damit kein Organismus für gemeinsame Anlagen vorliegt. Das sei z. B. bei einer Inhaberschuldverschreibung der Fall, wenn der Emittent in der Verwendung der Anlagegelder frei ist und den Anlegern nicht versprochen wird, die Anlagegelder entsprechend der Anlagestrategie einzusetzen. Erfolgt eine Geldaufnahme daher nur zur Finanzierung der allgemeinen Geschäftstätigkeit eines Emittenten, so erfolge keine Investition gemäß einer festgelegten Anlagestrategie, und das spricht eher gegen einen kollektiven Anlageorganismus.

Ein entscheidendes Kriterium, um aus der AIFM-Regulierung herauszufallen, dürfte aber das Abgrenzungskriterium zu operativ tätigen Unternehmen sein. Die AIFM-Regulierung greift nämlich nicht für „operativ tätige Unternehmen“. Hier zeigt sich die BaFin großzügig. Als operativ tätiges Unternehmen wertet sie z. B. Betreiber von Biogas-, Solar- oder Windkraftanlagen, soweit diese im Rahmen eines laufenden Geschäftsbetriebs selbst als Betreiber der Anlagen auftreten und keine weiteren Auslagerungen erfolgen. Dann gelten diese Unternehmen als selbst operativ tätige Unternehmen. Dies gelte auch für die Produktion von Gütern oder die Lagerung von Rohstoffen. Auch die Anlage in Immobilien, Finanzinstrumente oder der Erwerb von Beteiligungen schade nicht, es könne dennoch ein operativ tätiges Unternehmen vorliegen.

Die BaFin gibt dankenswerterweise auch einige Beispiele. So sei z. B. der Betrieb einer Immobilie, wie z. B. eines Hotels oder einer Pflegeeinrichtung, als operative Tätigkeit anzusehen. Das gelte auch für die Projektentwicklung, d.h. für Konzeption, Ankauf, Entwicklung der Immobilie und den anschließenden Verkauf der selbstentwickelten Immobilie. Diese Tätigkeit sei operative Tätigkeit. Wird hingegen lediglich ein Erwerb, eine Vermietung, eine Verpachtung oder Verwaltung sowie der Verkauf von Immobilien durchgeführt, so liege darin keine operative Tätigkeit.

Zweifel meldet die BaFin auch an, wenn bei der Vercharterung von Schiffen lediglich ein Schiff verchartert, d.h. zur Nutzung überlassen wird. Vor allem beim sogenannten Time-Charter sei in der Regel nicht von einem operativen Unternehmen auszugehen. Wenn allein

der Charterer für die Auslastung des Schiffes verantwortlich ist, spreche dies eher gegen ein operativ tätiges Unternehmen beim Vercharterer.

Ein paar weitere interessante Beispiele führt die BaFin noch aus: Bei börsennotierten Immobilienaktiengesellschaften sei die Beurteilung besonders schwierig. Gerade bei diesen müssen die Merkmale „kein operativ tätiges Unternehmen“ sowie „festgelegte Anlagestrategie“ genau und kritisch beleuchtet werden. Wird vorwiegend die Projektentwicklung betrieben und dies überwiegend anhand einer allgemeinen Unternehmensstrategie, nicht aber anhand einer festgelegten Anlagestrategie, könne man die AIFM Anwendung und die Regulierung ausschließen.

Kritisch seien auch Private Equity-Gesellschaften, sogenannte mittelständische Beteiligungsgesellschaften. Nur wenn diese nicht zum Nutzen ihrer Anleger investieren, sondern überwiegend im öffentlichen Interesse für Zwecke der Wirtschaftsförderung, könne der Anwendungsbereich der AIFM-Regulierung verneint werden.

Alle Institute müssen daher spätestens ab Juli dieses Jahres bei kollektiven Anlagemodellen größte Vorsicht walten lassen. Sowohl das Auflegen und selbstinitiierten solcher Modelle, also auch der Vertrieb, können aufsichtspflichtig sein.

Ich hoffe Ihnen bald detailliertere Abgrenzungskriterien übermitteln zu können und verbleibe mit den besten Grüßen

Ihr

Dr. Christian Waigel  
Rechtsanwalt