

# Historischer Abriss des Alternativen Investmentfonds und Abgrenzung zur Vermögensanlage nebst Regelungsgehalt

## AIF

Durch die Einführung des KAGB gelten im Beteiligungsmarkt seit 2013/2014 neue Spielregeln, die alles auf den Kopf gestellt haben. Ein Teil des Sachwertinvestmentmarktes gehört inzwischen dem „Weißen Kapitalmarkt“ an. Das sind laut BaFin die Produkte und Dienstleister, die dem Kapitalanlagegesetzbuch unterliegen.

Die europäische Richtlinie zur Regulierung Alternativer Investmentfondsmanager (AIFM) galt in der Beteiligungsbranche lange als Schreckgespenst. Der geschlossene Fonds wurde totgesagt, und die Gegner der alternativen Investments wähten sich auf der Siegerseite. Es kam aber anders als erwartet: die Einführung des Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB), in dem die AIFM-Richtlinie umgesetzt wurde, brachte ein völlig neues Produkt zutage, das durchgehend reguliert, beaufsichtigt und transparent ist. Der geschlossene Alternative Investmentfonds (AIF) ist für den Beteiligungsmarkt ein Meilenstein, weil er einerseits den alten geschlossenen Fonds verdrängt und andererseits als „weiße Ware“ die führende Rolle einnimmt. Er befindet sich auf einer Ebene mit den offenen Immobilienfonds und Wertpapieranleihen, die zweifelsfrei zum „Weißen Kapitalmarkt“ zählen.

Beim AIF laufen nicht mehr alle Fäden im Emissionshaus zusammen. Zum Schutz der Investoren hat der Gesetzgeber die Initiatoren, die Manager und die Fonds funktional und rechtlich getrennt: der Initiatoren liefert nur noch Produktidee, Konzept, Kalkulation und Vertrieb. Die Fondsverwaltung, das Portfolio- und das Risikomanagement darf nur eine Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) mit einer gültigen BaFin-Lizenz übernehmen. Sie trifft die An- und Verkaufsentscheidungen, unterzeichnet die Verträge und haftet für ihr Tun und ihre Entscheidungen. Außerdem muss die KVG eine Verwahrstelle beauftragen, die verschiedene Kontrollfunktionen hat und die laufende Tätigkeit der KVG begleitet. Als Verwahrstelle sind nur Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute sowie unter bestimmten Voraussetzungen Treuhänder wie Rechtsanwälte, Steuerberater und Wirtschaftsprüfer zugelassen.

Das KAGB schreibt umfassende Berichts- und Dokumentationspflichten vor, das betrifft unter anderem die Jahres- und Lageberichte sowie die Verkaufsprospekte für jeden AIF. Vor dem Hintergrund, dass Fondsprospekte von Anlegern kaum gelesen werden, wurde das Instrument „Wesentliche Anlegerinformationen“ geschaffen, die wie der Fondsprospekt von der BaFin genehmigt werden.

Die Auswirkungen der AIF-Regulierung sind gravierend. Erstens ist der neue geschlossene Fonds komplexer sowie besser strukturiert und beaufsichtigt, was mit höheren Kosten verbunden ist. Dadurch gibt es heute viel weniger Anbieter als früher. Zweitens hat diese Entwicklung den positiven Effekt, dass die Produktqualität im Sachwertmarkt insgesamt gestiegen ist.

## Vermögensanlagen

Parallel zum voll regulierten AIF gibt es Anlageformen, die im Vermögensanlagengesetz erfasst sind. Nach Einführung des KAGB sind viele etablierte und neue Emissionshäuser auf die leichter umzusetzenden Vermögensanlagen ausgewichen, obwohl nur ein Drittel der Marktteilnehmer sagt, dass die strengen Auflagen, die Bürokratie und die höheren Kosten ein größeres AIF-Angebot verhindern.

Vermögensanlagen sind operativ tätige geschlossene Fonds beispielsweise in Form der gängigen Kommanditgesellschaft, von partiarischen Darlehen, Nachrangdarlehen, Genussrechten, Namensschuldverschreibungen und Direktinvestments. Bis zum Inkrafttreten des Kleinanlegerschutzgesetzes im Jahr 2015 konnten sie ohne Prospekt aufgelegt werden. Das änderte die Bundesregierung nach der Pleite des Windparkfinanziers Prokon. Es wurde die Pflicht zur Veröffentlichung eines Prospektes und eines Vermögensanlagen-Informationsblatt (VIB) mit umfassenden inhaltlichen und Formvorschriften eingeführt. Davon ausgenommen sind lediglich Crowdinvestments.

Die Prospekte werden von der BaFin auf Vollständigkeit, Kohärenz und Verständlichkeit geprüft. Erst nach der Billigung durch die Aufsicht darf der Prospekt veröffentlicht werden. Ähnliches gilt für das VIB. Außerdem muss der Emittent einem Anleger oder einem Interessenten jederzeit den letzten Jahresabschluss und Lagebericht aushändigen.

Für das Produkt selbst gibt es nur zwei Vorschriften: Vermögensanlagen müssen eine Laufzeit von mindestens 24 Monaten ab dem Zeitpunkt des erstmaligen Erwerbs und eine ordentliche Kündigungsfrist von mindestens sechs Monaten vorsehen. Eine Nachschusspflicht zulasten der Anleger ist verboten. Die Anbieter haben die BaFin zunächst über die Beendigung des öffentlichen Angebots und später die vollständige Tilgung unverzüglich zu informieren. Die vollständige Tilgung der Vermögensanlage ist erfolgt, wenn die Hauptforderung sowie alle Nebenleistungen bezahlt sind.

Das Kleinanlegerschutz trifft auch den Vertrieb. Denn Vermögensanlagen dürfen seit 2015 nur noch von Finanzdienstleistern verkauft werden, die über eine KWG-Lizenz oder eine Erlaubnis nach § 34 f Abs. 1 Nr. 3 Gewerbeordnung verfügen. Zuvor reichte für partiarische Darlehen und Nachrangdarlehen eine 34c-Erlaubnis. Die Umstellung führte zu einer Verengung des Vertriebskanals, weil sich viele freie Finanzberater – vor allem die älteren unter ihnen – keine 34f-Erlaubnis geholt haben.

Insgesamt sind Vermögensanlagen aber wesentlich weniger aufwendig aufzulegen und daher bei Anbietern und im Vertrieb sehr gefragt. Der Knackpunkt im Vergleich zum voll regulierten AIF ist, dass die Vermögensanlagen und deren Manager nicht beaufsichtigt sind. Deshalb müssen die Initiatoren und Verkäufer damit leben, dass diese Produkte nach wie vor dem „Grauen Kapitalmarkt“ zugeschrieben werden.

Die BaFin betont allerdings, dass sie auch in diesem Segment „vielfältige Aufgaben“ habe. In der Tat wurde sie mit mehr Kompetenzen zugunsten der Transparenz ausgestattet. Das betrifft beispielsweise den Prospekt, für den sie im Rahmen des Billigungsverfahrens per Gesetz zusätzliche Angaben einfordern kann. Außerdem kann die Behörde eine Prüfung der Rechnungslegung des Emittenten anordnen und den Umfang dieser Sonderprüfung bestimmen. Bei Missständen im Marketing des Emittenten kann die BaFin bestimmte Arten von Werbung untersagen.

Abzuwarten bleiben die Auswirkungen der EU-Prospektverordnung, die im Sommer 2017 in deutsche Gesetze gegossen wurde. Öffentliche Angebote von Wertpapieren dürfen jetzt bis zu einer Emissionsgrenze von acht Millionen Euro ohne Prospekt verkauft werden, wobei die Schwelle für einen Zeitraum von zwölf Monaten gilt. Die Emittenten müssen lediglich ein Wertpapier-Informationsblatt (WIB) veröffentlichen, das von der BaFin genehmigt sein muss. Es entspricht weitgehend dem VIB der Vermögensanlagen. Wie es genau auszusehen hat, ist im Wertpapierprospekt (WbPG) geregelt.

Gleichzeitig hat der Gesetzgeber Barrieren für den Vertrieb aufgebaut, die das prospektfreie Angebot für die Anbieter auf den zweiten Blick vielleicht doch nicht so attraktiv erscheinen lassen. Denn erstens dürfen die begünstigten Anleihen nur über Wertpapierdienstleistungsunternehmen verkauft werden. Und zweitens darf ein „nicht qualifizierter Anleger“ maximal 1000 € investieren; es sei denn, er verfügt

über 100 000 € freies Vermögen, dann darf er bis zu 10.000 € in dieser Form anlegen. Der Vertrieb ist verpflichtet zu prüfen, dass diese Grenzen eingehalten werden.

In Abhängigkeit von weiteren Skandalen bzw. Verbraucherschützenden Überlegungen ist davon auszugehen, dass das Vermögensanlagegesetz von Zeit zur Zeit nachgeschärft wird.