

Gelbe Erläuterungsbücher

## [AIFM-Richtlinie](#)

Kommentar

von

Frank Dornseifer, Dr. Thomas A. Jesch, Dr. Ulf Klebeck, Dr. Claus Tollmann, Damir Barac, Uwe Bärenz, Lutz Boxberger, Dr. Till Brocker, Dr. Jürg Frick, Oliver Heist, Jin-Hyuk Jang, Dr. Matthias Josek, Dr. Sebastian Käßlinger, Dennis Kunschke, Dr. Sabine Machhausen, Sonya Pauls, Christian Schatz, Caroline Specht, Dr. Jens Steinmüller, Patricia Volhard, Dr. Sven Zeller, Dr. Alexandra Zentis

1. Auflage

[AIFM-Richtlinie – Dornseifer / Jesch / Klebeck / et al.](#)

schnell und portofrei erhältlich bei [beck-shop.de](http://beck-shop.de) DIE FACHBUCHHANDLUNG

Thematische Gliederung:

[Allgemeines](#)



Verlag C.H. Beck München 2013

Verlag C.H. Beck im Internet:

[www.beck.de](http://www.beck.de)

ISBN 978 3 406 64020 9

an eine kollektive Vermögensverwaltung folgend – nicht darauf abgestellt, wie viele Anleger ein Fonds tatsächlich hat, sondern ob die Vertragsbedingungen offen für die Aufnahme weiterer Anleger sind. Zusätzlich wurden dem Alleinleger Einflussnahmemöglichkeiten auf den Spezialfonds zugestanden, die bei der individuellen Vermögensverwaltung (§ 7 Abs. 2 Nr. 1 InvG), der Finanzportfolioverwaltung (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1 KWG bzw. der Anlageverwaltung (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 11 KWG) dazu führen können, dass deren Tatbestandsvoraussetzungen entfallen.<sup>14</sup> Der Alleinleger gibt der von ihm für die Auflegung des Spezialfonds ausgewählten KAG i. d. R. seine Anlagestrategie (einschließlich der Festlegung der zulässigen und unzulässigen Vermögensgegenstände und Geschäftsarten, der Anlageschwerpunkte und strategischen Assetallokation sowie einen Benchmark) durch die Vertragsbedingungen vor.<sup>15</sup> Regelmäßig findet bei Spezialfonds eine Mitwirkung des Alleinlegers an den Anlageentscheidung statt. Zu diesem Zweck wird i. d. R. ein **Anlageausschuss** eingerichtet. In diesem hat häufig der Alleinleger die entscheidende Stimme.<sup>16</sup> Der Anlageausschuss berät die KAG hinsichtlich der Anlagepolitik und kann dabei auch Anlagevorschläge unterbreiten. Die Entscheidung über die Verwendung der Erträge wird meistens an die Zustimmung des Anlageausschusses gebunden.<sup>17</sup>

Dessen ungeachtet hat die deutsche Aufsicht den privilegierten (Steuer-) Status von Einkanleger-Spezialfonds nicht in Frage gestellt. ESMA knüpft in ihrem Diskussionspapier<sup>18</sup> hieran schlichtlos an. Ohne Auseinandersetzung mit den für eine gegenteilige Auslegung sprechenden vielfältigen Gründen heißt es dort apodiktisch: „It follows from the reference to ‚a number of investors‘ that the AIF<sup>19</sup> rules or instruments of incorporation cannot contain provisions which restrict the sale of units/shares to a single investor“. Doch selbst wenn die **Vertragsbedingungen eine Beschränkung auf nur einen Anleger** vorsehen, soll dies laut ESMA offenbar unschädlich sein, wenn hinter diesem Alleinleger eine Anzahl wirtschaftlich Begünstigter stehen. ESMA kombiniert damit den derzeitigen Begründungsansatz der deutschen Aufsicht für die Zulässigkeit von Einkanleger-Spezialfonds mit der früher vertretenen Destinär-Theorie. Auf diese Weise bezweckt ESMA, z. B. **Master-Feeder-Strukturen** mit nur einem Feeder oder Fonds mit einem **Treuhänder**<sup>19</sup>, der eine Anzahl von (nur mittelbaren) Anlegern

<sup>14</sup> Diese setzen u.a. voraus, dass dem Verwalter ein Entscheidungsspielraum hinsichtlich der Anlageentscheidung zusteht. Dieser fehlt, wenn Anlageentscheidungen der Zustimmung des Kunden bedürfen; vgl. hierzu eingehend unter Rn. 60 ff.

<sup>15</sup> Otterbach, Verwaltung und Besteuerung von Spezialfonds nach dem KAGG, S. 42 sowie Steck in Berger/Steck/Lübbehüsen, InvG, Vor §§ 91 bis 95 Rn. 16.

<sup>16</sup> Steck, ebendort, Rn. 19.

<sup>17</sup> Kandlbinder, Spezialfonds als Anlageinstrument, S. 102 ff.

<sup>18</sup> ESMA, Discussion paper – Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, S. 10 Tz. 29.

<sup>19</sup> Dabei scheint sich die ESMA der weit reichenden Folgen der Anerkennung von Fonds mit einem Treuhandanleger als AIF nicht bewusst zu sein. Ist der Treuhänder professioneller Anleger, so käme demnach ausschließlich die AIFM-Richtlinie zur Anwendung, selbst wenn hinter dem Treuhänder Kleinanleger stehen. Den Mitgliedstaaten könnte es dann verwehrt sein, im Einklang mit Art. 43 Abs. 1 UAbs. 2 strengere Anforderungen an den Vertrieber an Kleinanleger zu stellen. Das Rechtsverhältnis zwischen den wirtschaftlich Berechtigten und dem Treuhänder fällt dann bereits nicht in den Anwendungsbereich der AIFM-Richtlinie, weil der AIF allein an den Treuhänder vertrieben wird. Zu einem anderen Ergebnis kann man dann nur gelangen, wenn man in dem Rechtsverhältnis zwischen Treuhänder und den wirtschaftlichen Berechtigten (zumeist ist dies eine Innengesellschaft) wiederum einen Vertrieb sieht.

vertritt, unter den Anwendungsbereich der AIFM-Richtlinie fallen zu lassen.<sup>20</sup> Letztendlich wird von der Verwaltungspraxis zu klären sein, wie weit hierbei der Anlegerbegriff zu ziehen ist. Die OGAW-Richtlinie und das Investmentgesetz meinen mit Anleger stets nur den unmittelbaren Anleger. Etwaige hinter einem unmittelbaren Anleger (z. B. Treuhänder) stehende mittelbare Anleger sind danach keine Anleger im Sinne des Gesetzes. Ob die Verwaltung hieran auch für geschlossene Fonds mit Treuhandkommanditisten festhalten wird, bleibt abzuwarten. Denkbar ist insoweit, die Treuhandgesellschaft ihrerseits als AIF anzusehen. Alternativ könnte auch die mittelbare Beteiligung über Treuhänder untersagt werden, wenn dies dazu führt, dass der AIF – ohne eine entsprechende Vertriebszulassung – mittelbar an Kleinanleger vertrieben wird.

- 20 In der Praxis ist daher davon auszugehen, dass unter den eben genannten Voraussetzungen **auch Einanlegerfonds unter die Definition des AIF** fallen.<sup>21</sup> Für diese Auslegung lässt sich Art. 3 Abs. 1 anführen. Dort werden solche AIFM aus dem Anwendungsbereich der Richtlinie ausgenommen, welche einen oder mehrere AIF verwalten, deren einziger Anleger der AIF ist. Dies könnte dafür sprechen, dass der Richtliniengeber AIF mit nur einem einzigen Anleger für grundsätzlich möglich hält. Allerdings ist diese Argumentation wenig überzeugend, handelt es sich bei Art. 3 Abs. 1 doch um eine Ausnahmeregelung. Wie unter Art. 3 Rn. 3 dargestellt, sprechen die besseren Gründe dafür, dass es sich bei einem „AIF“, dessen einziger Anleger der AIFM ist, bereits um keinen AIF handelt. Im Übrigen ist darauf hinzuweisen, dass es nach der ESMA-Definition von „Anzahl von Anlegern“ niemals dazu kommen kann, dass ein AIF seinen AIFM als einzigen Anleger haben kann. Laut ESMA ist diese Anforderung nur erfüllt, wenn die Vertragsbedingungen offen für weitere Anleger sind. Dann ist jedoch für die Ausnahme nach Art. 3 Abs. 1 kein Anwendungsbereich mehr denkbar (vgl. Art. 3 Rn. 3).
- 21 **d) Kollektive Anlage.** In Abgrenzung zur individuellen Vermögensverwaltung bzw. zur Finanzportfolioverwaltung muss ein AIF ein Vehikel für eine **kollektive Anlage** darstellen, in dem das von den Anlegern eingezahlte Kapital (namentlich Geld) **gepooft**<sup>22</sup> wird, um gemeinsam angelegt zu werden. Eine kollektive Anlage setzt damit grundsätzlich mindestens zwei Anleger voraus. Zu Einanlegerfonds vgl. jedoch oben unter c).
- 22 Mit Einzahlung des Kapitals verlieren die Anleger ihr Eigentum hieran. Im Gegenzug erlangen sie kein (Allein-) Eigentum an von dem AIF erworbenen Vermögensgegenständen, sondern einen Anteil an dem AIF und damit einen **Anteil an einer Bruchteilsgemeinschaft**.<sup>23</sup> Dieser Anteil ist häufig in einem Anteilsschein verbrieft; dies ist jedoch nicht zwingend.
- 23 Nach dem Grundverständnis eines Fonds als kollektivem Anlagevehikel besteht das Interesse eines Anlegers zum einen – wie bei der individuellen Vermögensverwaltung – darin, das angelegte Kapital von einem externen Dienstleister (hier: dem AIFM) verwalten zu lassen. Im Unterschied zur individuellen Portfolioverwaltung ist ein Fondsanleger jedoch daran interessiert, sein Kapital zusammen mit anderen Anlegern anzulegen, sei es, dass sich nur so bestimmte Anlagevolumina oder

<sup>20</sup> ESMA, Discussion paper – Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, S. 10 Tz. 29.

<sup>21</sup> In diesem Sinne auch *Weiser/Jang* BB 2012, 1219.

<sup>22</sup> ESMA, Discussion paper – Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, S. 10 Tz. 28.

<sup>23</sup> Vgl. auch *ESMA*, ebendort, S. 11 Tz. 33.

bestimmte Skaleneffekte erzielen oder sich die Kosten in ein angemessenes Verhältnis bringen lassen. All dies ist bei einem Alleinanleger grundsätzlich nicht der Fall.<sup>24</sup>

Nach der von ESMA in ihrem Diskussionspapier geäußerten Ansicht setze ein AIF darüber hinaus voraus, dass **durch den späteren Verkauf der Anlagegegenstände ein Ertrag** für die Anlage erzielt werden soll. Kein AIF liege laut ESMA-Diskussionspapier<sup>25</sup> vor, wenn mit der Anlage während der Lebensdauer des Unternehmens bzw. Vehikels primär **laufende Erträge** aus der Verwaltung der Anlagegegenstände (wie z. B. Dividenden oder Mieteinnahmen) erzielt werden sollen. Diese Einschätzung geht jedoch zu weit und trägt den Realitäten vieler Assetklassen nicht ausreichend Rechnung. Im Unterschied zu vielen OGAW zeichnen sich viele AIF (wie z. B. Immobilienfonds oder Private Equity Fonds) dadurch aus, dass ein vergleichsweise geringer aktiver Handel erfolgt und aus den erworbenen Vermögensgegenständen mittelfristig substanzielle Verwaltungserlöse erzielt werden. Daher sollten auch Anlagevehikel, die durch die Verwaltung ihrer Anlagegegenstände in nennenswertem Umfang laufende Erträge erzielen, AIF sein.<sup>26</sup> Es ist gerade ein Wesensmerkmal typischer geschlossener Fonds, dass sie während des Lebenszyklusses des Fonds ausschließlich laufende Erträge aus der Verwaltung der Anlagegegenstände erzielen. Diese von der ESMA aufgeworfene Frage ist dem deutschen Vermögensanlagerecht nicht fremd. Auch im Zusammenhang mit der Anlageverwaltung wird beim Tatbestandsmerkmal des Anschaffens und Veräußerns von Finanzinstrumenten im Schrifttum die Frage aufgeworfen, ob dieser einen laufenden aktiven Handel voraussetzt oder ob es genügt, wenn der Anbieter lediglich zu Laufzeitbeginn Finanzinstrumente erwirbt und zum Laufzeitende wieder veräußert.<sup>27</sup>

**e) Zum Nutzen der Anleger.** Die kollektive Anlage muss ferner **zum Nutzen der Anleger** erfolgen. Zweck der Anlage muss daher stets die **Erzielung eines Vermögenszuwachses** sein, mag dieser auch aus der steuerlichen Privilegierung des Fonds oder der Nutzung durch die Anlage generierter steuerlicher Verlustvorträge bestehen. Unter Umständen kann dem Anleger auch bereits genügen, sein Kapital zu erhalten (bzw. gegen Risiken, wie z. B. Inflations- oder Währungsrisiken) abzusichern. Der **Kapitalzuwachs bzw. Werterhalt** muss nicht alleiniges Ziel des Anlegers sein.<sup>28</sup> Die Verfolgung ausschließlich nicht kommerzieller Ziele stellt hingegen keine Fondsanlage dar.<sup>29</sup>

<sup>24</sup> Aber auch bei der individuellen Vermögensverwaltung lassen sich Skaleneffekte erzielen, wenn die Gelder mehrerer Kunden mit gleichartiger Anlagestrategie gepoolt werden, d.h. dass der Portfolioverwalter sie faktisch wie bei einer kollektiven Vermögensanlage anlegt.

<sup>25</sup> ESMA, Discussion paper – Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, S. 10 Tz. 28.

<sup>26</sup> Zustimmung z. B. die Stellungnahmen von EFAMA, S. 7 und dem BVI, S. 5 zum Diskussionspapier von ESMA, beide abrufbar unter <http://www.esma.europa.eu/consultation/Key-concepts-Alternative-Investment-Fund-Managers-Directive-and-types-AIFM>.

<sup>27</sup> Vgl. nur v. *Livonius/Bernau* WM 2009, 1216 (1218), welche sich dafür aussprechen, die Anlageverwaltung auf Fälle des laufenden aktiven Handels mit Finanzinstrumenten zu beschränken. Hierfür findet sich jedoch keine hinreichende Stütze im Gesetz.

<sup>28</sup> Auch mit der Anlage in sog. Ethikfonds oder Mikrofinanzfonds verfolgt der Anleger das Ziel des eigenen Kapitalzuwachses. Unbeachtlich ist, dass der Anleger daneben u.U. auch bestimmte soziale Projekte fördern möchte oder bereit ist, hierfür auf eine höhere Rendite zu verzichten.

<sup>29</sup> Vgl. ESMA, Discussion paper – Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, S. 10 Tz. 25.

- 26 Weitere Voraussetzung ist, dass **alle Anleger an der positiven oder negativen Wertentwicklung** der Anlagegegenstände des Fonds oder dessen Liquidation am Ende des Lebenszyklus **partizipieren**.<sup>30</sup> Unschädlich ist, wenn bei sog. Garantiefonds die Beteiligung an der negativen Weiterentwicklung angeschlossen oder begrenzt ist. Dies geschieht durch einen entsprechend gestiegenen oder gesunkenen Wert des Fondsanteils und über die Höhe der ausgeschütteten oder thesaurierten Gewinne. Grundsätzlich partizipieren alle Anleger dabei pro gezeichnetem Anteil in selber Weise. Für bestimmte Assetklassen gelten jedoch Ausnahmen. Z.B. partizipiert das Management von Private Equity Fonds gemessen am eigenen Kapitaleinsatz überproportional. Der überschießende Teil stellt eine erfolgsabhängige Vergütung dar (Leistungsanreiz).
- 27 **f) Auf der Grundlage einer festgelegten Anlagestrategie.** Die Anlage eines AIF muss schließlich auf der Grundlage einer **festgelegten Anlagestrategie** erfolgen. Im Publikumsfondsbereich gibt der Fondsinitiator oder der AIFM den Investoren die Anlagestrategie in Form der Allgemeinen und Besonderen Vertragsbedingungen vor. Demgegenüber ist es bei Spezialfonds und anderen Fonds für professionelle Anleger üblich, dass der oder die Anleger vor Auflegung des Fonds entweder einseitige Vorgaben an die Anlagestrategie (einschließlich der Festlegung der zulässigen und unzulässigen Vermögensgegenstände und Geschäftsarten, der Anlageschwerpunkte und strategischen Assetallokation sowie einen Benchmark) machen oder dass hierüber verhandelt wird.<sup>31</sup> Dies ist, wie oben ausgeführt, solange unschädlich, wie dem **AIFM ein Entscheidungsspielraum** hinsichtlich der konkreten Anlageentscheidungen verbleibt.<sup>32</sup> Auch bei Fonds professioneller Anleger ist die Anlagestrategie in den Vertragsbedingungen bzw. der Satzung des AIF niederzulegen.<sup>33</sup> Die Anlagestrategie muss ebenso wie die Vertragsbedingungen als Ganzes spätestens feststehen, wenn die Anteile am AIF an die Anleger ausgegeben werden bzw. wenn – wie z. B. bei Private Equity Fonds – die Einzahlungsverpflichtungen der Anleger verbindlichen Charakter erlangen.<sup>34</sup> Die Anlagestrategie enthält die von dem AIFM zu beachtenden Anlagerichtlinien. Hierzu gehören u.a. folgende Vorgaben: nur in bestimmte Kategorien von Vermögensgegenständen anzulegen, eine bestimmte Assetallokation einzuhalten, bestimmte Strategien (wie z.B. Buy-and-hold) zu verfolgen, in bestimmten geografischen Regionen zu investieren, Beschränkungen zum Fremdkapitaleinsatz, bestimmte Mindesthaltedauern und die Einhaltung von Vorgaben zur Risikodiversifikation.<sup>35</sup>
- 28 Die **Anlagestrategie** muss ausdrücklich festgelegt sein und **den Anlegern vor ihrer Anlage<sup>36</sup> mitgeteilt** werden. Änderungen der Anlagestrategie müssen ebenfalls den Anlegern mitgeteilt werden; vielfach sind solche Änderungen nur mit Zustimmung der Anleger möglich.<sup>37</sup>

<sup>30</sup> Vgl. zur Anlagevermittlung ebenso v. *Livonius/Bernau* WM 2009, 1216 (1219).

<sup>31</sup> *Steck* in Berger/Steck/Lübbehüsen, InvG, Vor §§ 91 bis 95 Rn. 16.

<sup>32</sup> Gibt z. B. ein Anleger dem Fondsinitiator eines Einobjektfonds vor, in welches Objekt der Fonds zu investieren hat, so findet demgemäß die AIFM-Richtlinie keine Anwendung.

<sup>33</sup> Vgl. *ESMA*, Diskussionspapier, S. 11 Tz. 31.

<sup>34</sup> Ebendort.

<sup>35</sup> *ESMA*, Diskussionspapier, S. 11 Tz. 31.

<sup>36</sup> Dies muss spätestens zu dem Zeitpunkt geschehen sein, in dem sich Anleger rechtsverbindlich zur Einzahlung verpflichten. Bei Private Equity Fonds ist somit maßgebender Zeitpunkt das *commitment* und nicht erst der *draw-down*.

<sup>37</sup> Ebendort.

Durch ihre Anlagestrategie unterscheiden sich AIF von gewöhnlichen Unternehmen. Selbst eine relativ allgemein gehaltene Anlagestrategie eines AIF enthält gewöhnlich klarere Vorgaben als der Gesellschaftsvertrag von Unternehmen. Bei letzteren wird der Gesellschaftszweck bzw. die Geschäftsaktivität meist vergleichsweise abstrakt gefasst.<sup>38</sup>

**g) Fremdverwaltung.** Wie die individuelle Vermögensverwaltung, die Finanzportfolioverwaltung und die Anlageverwaltung stellt auch die Verwaltung eines AIF eine **Dienstleistung für Dritte** dar. Ein AIFM verwaltet nicht oder jedenfalls nicht ausschließlich<sup>39</sup> eigenes Vermögen, sondern erbringt eine Leistung für Dritte (d.h. die Investoren).<sup>40</sup> Das liegt bei externen AIFM auf der Hand, gilt jedoch auch bei **selbstverwalteten AIF**, die zumeist in der Gesellschaftsform aufgelegt werden. Zwar verwalten dessen Organe (i. d. R. Vorstand) das Vermögen des AIF und erlangen die Anleger mitgliedschaftliche Rechte und Pflichten. Auch hier ist der AIF jedoch nur ein zwischengeschaltetes Vehikel. Nach der insoweit maßgebenden wirtschaftlichen Betrachtung verwaltet der selbstverwaltete AIF (bzw. dessen Organe) das Vermögen der Investoren, also fremder Personen.<sup>41</sup>

Ebenso wie bei der individuellen Vermögensverwaltung, der Finanzportfolioverwaltung und der Anlageverwaltung ist es Sinn und Zweck eines Fonds, dass der Vermögensinhaber die Anlageentscheidungen einem professionellen Vermögensverwalter überträgt. Behält sich der **Vermögensinhaber** hingegen weiterhin die (Letzt-) Entscheidung vor, so liegt weder eine individuelle noch eine kollektive Vermögensverwaltung vor. Dies ist immer dann der Fall, wenn Anlageentscheidungen die Zustimmung des oder der Anleger(s) bedürfen. Hingegen soll ein reines Vetorecht der Anleger unschädlich sein<sup>42</sup>; insoweit dürfte es allerdings auf die Umstände des Einzelfalls und die tatsächliche Handhabung ankommen.<sup>43</sup> Keine Vermögensverwaltung für Dritte liegt ferner vor, wenn der oder die **Anleger dem Verwalter Weisungen erteilen** können.<sup>44</sup> Auch hier kommt es jedoch

<sup>38</sup> Ebendort.

<sup>39</sup> Unbeachtlich ist somit, ob der AIFM – wie häufig bei Hedgefonds und Private Equity Fonds – zwecks Gleichlaufs der Interessen auch eigenes Kapital investiert. Unbeachtlich ist, in welchem Umfang der AIFM eigenes und fremdes Kapital verwaltet.

<sup>40</sup> Nach der Grundkonzeption des EU-Finanzdienstleistungsrechts stellt die Verwaltung eigenen Vermögens keine zulassungspflichtige Tätigkeit dar. Eine Ausnahme bildet jedoch das Eigengeschäft gemäß § 1 Abs. 1a Satz 3 KWG.

<sup>41</sup> Vgl. ausdrücklich Art. 2 Abs. 2 lit. b) AIFM-RL zu AIF des Gesellschaftstyps. Auch die Gesetzesbegründung zur Anlageverwaltung bringt unmissverständlich zum Ausdruck, dass gesellschaftsrechtliche Anlageformen als Fremdverwaltung angesehen werden; vgl. BT-Drs. 16/11130, S. 43; vgl. hierzu auch *Klebeck/Kolbe* ZIP 2010, 215 (216).

<sup>42</sup> Vgl. nur die herrschende Meinung zur Finanzportfolioverwaltung BVerwG, BKR 2005, 200 (201); *Schäfer* in Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, 4. Aufl., § 1 Rn. 125; *Sethe*, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, S. 585 ff.

<sup>43</sup> Maßgebend ist daher nicht, ob die Vertragsbedingungen einen Zustimmungsvorbehalt oder ein Vetorecht vorsehen, sondern in welcher Weise und wie häufig die Anleger von dem Vetorecht Gebrauch machen. Je häufiger sie hiervon Gebrauch machen, desto weniger kann von einer Fremdverwaltung die Rede sein. Zu berücksichtigen ist auch, ob und in welchem Umfang Anleger informell Einfluss auf Anlageentscheidungen nehmen (z. B. über einen Anlageausschuss).

<sup>44</sup> Vgl. v. *Livonius/Bernau* WM 2009, 1216 (1220) zur Anlageverwaltung und unter Verweis auf die Verwaltungspraxis der BaFin zu Investmentclubs.

nicht darauf an, ob der Wille des oder der Anleger(s) in einer formellen Weisung zum Ausdruck kommt oder ob die Anleger informell Einfluss auf Anlageentscheidungen nehmen (z. B. über einen Anlageausschuss). Bereits wenn der Verwalter Wünsche der Anleger regelmäßig umsetzt, kann von keiner (individuellen oder kollektiven) Vermögensverwaltung die Rede sein.<sup>45</sup> Je nach Einzelfall handelt es sich dann – soweit Finanzinstrumente betroffen sind – um eine Anlagevermittlung, -beratung oder eine Abschlussvermittlung.

32 Das Erfordernis eines eigenen Entscheidungsspielraums des AIFM hat bei typischen deutschen geschlossenen Fonds, bei denen das (oder seltener die) Anlageobjekt(e) bereits vor Vertrieb feststehen zur Folge, dass AIFM nicht derjenige ist, der das/die **Anlageobjekt(e) nur operativ verwaltet**, sondern wer die Entscheidung trifft, welches Anlageobjekt und zu welche Konditionen in den Fonds eingebracht werden soll.<sup>46</sup> Denn bereits hieraus ergeben sich die wesentlichen Anlagerisiken.<sup>47</sup>

33 Eine individuelle oder kollektive Vermögensverwaltung setzt stets voraus, dass die Vermögensinhaber dem **Verwalter im Wesentlichen die Anlageentscheidungen überlassen**. Ebenso dürfen die Anleger nicht faktisch die Verwaltung der Vermögensgegenstände des AIF ausüben.<sup>48</sup> Unschädlich ist hierbei, wenn die professionellen Anleger dem Verwalter eine auf ihre individuellen Wünsche und Bedürfnisse (wie z. B. aufsichtsrechtliche Anforderungen an Kreditinstitute, Versicherungsunternehmen oder Pensionsfonds) zugeschnittene Anlagestrategie und -politik vorgeben. Diese können oftmals bereits sehr detailliert sein und z. B. eine prozentuale Aufteilung der Anlagen auf bestimmte Assetklassen beinhalten. Innerhalb dieser Vorgaben muss dem Verwalter jedoch ein **Entscheidungsspielraum verbleiben**. Ist dies nicht der Fall, so kann der Investor nicht die an das Vorhandensein eines Fonds geknüpften Vorteile für sich reklamieren, obwohl er faktisch selbst sein eigenes Vermögen verwaltet.

34 Durch die Fremdverwaltung unterscheidet sich ein AIF von einem typischen **Joint-Venture**. Bei einem Joint-Venture erfolgt die Verwaltung i. d. R. durch alle oder einen der zusammengeschlossenen Akteure (d.h. der „Anleger“). Regelmäßig übernimmt einer der Anleger die operative Geschäftsführung. Strategische Entscheidungen werden von allen Anlegern getroffen.<sup>49</sup> Zu diesem Zweck werden bestimmte wesentliche Entscheidungen in dem Gesellschaftsvertrag unter den Vorbehalt der Zustimmung aller Partner des Joint-Ventures gestellt.<sup>50</sup> Ein Joint-Venture (z. B. in der Immobilienbranche) ist ein (zumeist) projektbezogener Zusammenschluss von zwei oder mehr Akteuren zur Verfolgung eines gemeinsamen Ziels zum Vorteil aller beteiligten Akteure (wie z. B. zwecks Projektentwick-

<sup>45</sup> Keinesfalls tolerierbar ist die Einflussnahme des Anlegers auf das Tagesgeschäft des AIF.

<sup>46</sup> Vgl. eingehend unter Art. 5 Rn. 30 f.

<sup>47</sup> Nicht überzeugend ist der Versuch v. *Livonius/Bernau* WM 2009, 1216 (1222) in derartigen Fällen einen Entscheidungsspielraum damit zu verneinen, dass „dem Emittenten der Erwerb bestimmter Finanzinstrumente durch den Prospekt, die Struktur und das Auszahlungsprofil des jeweiligen Zertifikats quasi vorgegeben ist“. Sie verkennen, dass es gerade der Emittent ist, der typischerweise diese Vorgaben macht.

<sup>48</sup> *ESMA*, Diskussionspapier, S. 11 Tz. 34.

<sup>49</sup> Vgl. hierzu auch die Stellungnahmen von *EFAMA*, S. 5 und von *EPR*A, S. 2 f. zu *ESMA*, Diskussionspapier. Maßgebend sind wiederum nicht allein die vertraglichen Rechte, sondern die gelebte Praxis.

<sup>50</sup> Vgl. etwa Stellungnahme von *EPR*A, S. 3, zu *ESMA*, Diskussionspapier.

lung oder Ankauf und Bestandsbewirtschaftung einer Immobilie). Ein Joint-Venture ermöglicht es den Akteuren, Ressourcen zu poolen.<sup>51</sup>

**h) Keine Risikomischung erforderlich.** Nach Art. 1 Abs. 2 lit. a) OGAW-RL liegt ein OGAW nur vor, wenn dessen Anlagen auf dem **Grundsatz der Risikomischung** erfolgten. § 1 Satz 2 InvG hat dies für alle unter das Investmentgesetz fallenden Anlageformen übernommen. Der Grundsatz der Risikomischung entstammt der finanzökonomischen Portfoliotheorie.<sup>52</sup> Die Risikomischung soll dem Schutz von (Klein-) Anlegern dienen, die i. d. R. weder über ausreichend Vermögen verfügen, um es auf verschiedene nicht diversifizierte Anlagen zu streuen noch sich im Einzelnen des Erfordernisses einer Risikomischung bewusst sind. Nach der Verwaltungspraxis der BaFin bedarf es hierzu einer (quantitativen) Risikostreuung und einer (qualitativen) Risikomischung.<sup>53</sup> Die **Risikostreuung** setzt dabei die Verteilung des Anlagekapitals auf eine möglichst große Zahl von Anlagegegenständen voraus. Die **Risikomischung** erfordert daneben auf eine möglichst unterschiedliche Wertentwicklung der Einzelanlagen (sog. negative Korrelation) zu achten.<sup>54</sup> Allerdings ist auch in der OGAW-Richtlinie und im Investmentgesetz in jüngerer Zeit eine weniger strenge Anwendung des Grundsatzes der Risikomischung zu beobachten.<sup>55</sup> Dieser Bedeutungswandel trägt letztlich dem Umstand Rechnung, dass sich die OGAW-Richtlinie und das KAGG/Investmentgesetz immer stärker vom Leitbild des risikoscheuen Kleinanlegers trennen und sich dem institutionellen oder semi-institutionellen Anleger geöffnet haben. Gleichwohl fordert das Investmentgesetz z. B. für offenen Immobilien-Publikumsfonds gemäß § 73 InvG eine Mindestanlage in sieben Immobilien. Offene Immobilien-Spezialfonds können hiervon nach § 91 Abs. 3 InvG abweichen. Gleichwohl sind auch sie an den allgemeinen Grundsatz der Risikomischung gemäß § 1 Abs. 1 Satz 2 InvG gebunden. Eine Investition des gesamten Anlagekapitals in nur ein Anlageobjekt ist auch Spezialfonds – mit Ausnahme von Sonderfällen<sup>56</sup> – nicht gestattet.<sup>57</sup>

Demgegenüber setzt die **Anlageverwaltung** gemäß § 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 11 KWG **keine Risikomischung** voraus.<sup>58</sup> Auch zahlreiche bisher nicht regulierte Fondstypen (wie namentlich typische geschlossene Fonds) legen nicht nach dem Grundsatz der Risikomischung an. So besteht ein großer Anteil deutscher **geschlossener Fonds in Einobjektfonds**. Auch viele Private Equity Fonds legen das Anlagekapital in nur wenige Unternehmen an. Der Richtlinienggeber der AIFM-Richtlinie war sich dieser tatsächlichen Umstände bewusst. Zudem hat er im Hinblick darauf, dass die Richtlinie im Wesentlichen nur für an profes-

<sup>51</sup> In zahlreichen Drittstaaten sind Joint-Ventures mit einheimischen Unternehmen die einzige Möglichkeit für Ausländer, um in dem Staat wirtschaftlich tätig werden zu können.

<sup>52</sup> Vgl. nur *Fleischer/Schmolke* ZHR 2009, 648 (668 f.) sowie *Schäfer*, Anlegerschutz und die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns bei der Anlage der Sondervermögen durch Kapitalanlagegesellschaften, S. 58 ff.

<sup>53</sup> Vgl. BaFin-Schreiben WA 41 – Wp 2136 – 2008/0001 vom 28.7.2009, S. 5. Eingehend hierzu *König* in Berger/Steck/Lübbehüsen, InvG, § 1 Rn. 26.

<sup>54</sup> Ebendort.

<sup>55</sup> § 62 InvG erlaubt z. B. für Schuldtitel der öffentlichen Hand Ein-Emittentenfonds.

<sup>56</sup> Ein Ausnahmefall liegt vor, wenn der Spezialfonds als Feeder sein gesamtes Anlagevermögen in einen Masterfonds anlegt.

<sup>57</sup> *Steck* in Berger/Steck/Lübbehüsen, InvG, § 91 Rn. 14 f.

<sup>58</sup> v. *Livonius/Bernau* WM 2009, 1216 (1219).



sionelle Anleger vertriebene AIF greift, **keine Verpflichtung zur Risikomischung** aufgenommen. Der Richtliniengeber unterstellt dabei, dass professionelle Anleger sowohl aufgrund ihrer Vermögensverhältnisse als auch ihrer Anlageerfahrungen in der Lage sind, z. B. durch Anlage in mehrere AIF selbst für eine Risikomischung zu sorgen. Da eine Verpflichtung zur Risikomischung eine fondsbezogene Regelung darstellt, bleibt es den Mitgliedstaaten jedoch überlassen, für professionelle Anleger und erst recht für **Kleinanleger** nach nationalem Recht eine Verpflichtung zur Risikomischung vorzuschreiben.<sup>59</sup> Ausweislich § 262 Abs. 1 KAGB-Diskussionsentwurf beabsichtigt Deutschland, bei geschlossenen Publikums-AIF – abweichend von der geltenden Praxis – einen Grundsatz der Risikomischung einzuführen. Einobjektfonds, die bisher die große Mehrzahl der geschlossenen Fonds bilden, dürfen dann nur unter den besonderen Voraussetzungen des § 262 Abs. 1 an sog. Privatanleger vertrieben werden. Dies ist u.a. erst ab einer Mindestanlage von 20.000 € zulässig.

- 37 **i) Erwerb einer unternehmerische Kontrolle.** Sowohl die OGAW-Richtlinie (vgl. Art. 56 Abs. 1) als auch das Investmentgesetz beruhen auf dem Grundsatz der (passiven) kapitalwertsichernden Geldanlage. Demgemäß dürfen OGAW zwar in Unternehmen investieren; sie dürfen hierdurch jedoch keine sog. **unternehmerische Beteiligung** erlangen, die es ihnen (z. B. aufgrund ihrer Stimmrechte) ermöglicht, einen beherrschenden Einfluss auf das Unternehmen auszuüben.<sup>60</sup>
- 38 Demgegenüber ist es gerade ein **Wesensmerkmal von Private Equity und Venture Capital Funds** sowie in geringerem Umfang bei sog. aktivistischen Hedgefonds, einen (beherrschenden) Einfluss auf das Zielunternehmen auszuüben. Dies steht der Anwendung der AIFM-Richtlinie nicht entgegen. Vielmehr enthält diese in Art. 26 ff. selbst Regelungen zu AIF, welche die Kontrolle über Unternehmen erlangen.
- 39 **3. Sonderfragen. a) Teilfonds.** Art. 4 Abs. 1 lit. a) stellt klar, dass auch Teilfonds (englisch: *compartments*) eines AIF unter die Definition des AIF fallen. Durch Teilfonds (vgl. § 34 Abs. 2 InvG) können mehrere AIF zu einem Umbrella zusammengefasst werden. Dasselbe gilt für OGAW. Unzulässig ist hingegen ein Umbrella bestehend aus OGAW- und AIF-Teilfonds, weil insoweit auf Ebene der Verwaltungsgesellschaft unterschiedlich, nicht immer kompatible Anforderungen gelten<sup>61</sup>. Eine Umbrella-Konstruktion besteht demnach aus mehreren OGA, die sich hinsichtlich der Anlagepolitik oder eines anderen Ausstattungsmerkmals unterscheiden.<sup>62</sup> Sie legen üblicherweise in verschiedene Vermögensgegenstände an. Das Vermögen eines jeden Teilfonds wird getrennt investiert und verwaltet.<sup>63</sup> Umbrella-Konstruktionen sollen es Anlegern ermöglichen, kostengünstig zwi-

<sup>59</sup> Laut Erwägungsgrund 10 steht es den Mitgliedstaaten frei, fondsgebundene Regelungen aufrechtzuerhalten oder neu zu erlassen.

<sup>60</sup> Bei *Pfüller/Schmitt* in, Brinkhaus/Scherer, AuslInvestmentG, § 1 Rn. 55 heißt es, dass ein beherrschender Einfluss auf Beteiligungsunternehmen mit dem Wesen des Investments nicht vereinbar sei. Vgl. auch Ziffer I.4. des BaFin-Rundschreibens 14/2008 (WA) zum Anwendungsbereich des Investmentgesetzes vom 22.12.2008.

<sup>61</sup> Etwas anderes mag gelten, wenn die KVG sowohl über eine OGAW- als auch eine AIFM-Zulassung verfügt und sie (freiwillig) die jeweils weitestgehenden regulatorischen Anforderungen erfüllt.

<sup>62</sup> *Schmitz* in Berger/Steck/Lübbehüsen, InvG, § 34 Rn. 26.

<sup>63</sup> *Baur* in Assmann/Schütze, Handbuch Investmentrecht, § 20 Rn. 177.