

## Investment Management Alert

### Vertrieb von Private-Equity-Fonds in Deutschland — wie steht es um den „regulatorischen Appetit“ institutioneller Anleger?\*

---

Private-Equity-Fonds dienen institutionellen Anlegern als ein Portfoliobestandteil, der bei sachkundiger Auswahl im Niedrigzinsumfeld einen Anteil zur Renditesteigerung beitragen kann. Private-Equity-Fonds umfassen hierbei Buy-Out-Fonds mit Investitionen in späteren Unternehmensphasen wie auch Venture-Capital-Fonds mit Investitionen in früheren Phasen. Rückflüsse jedenfalls aus US-Venture-Capital-Fonds haben sich nach Informationen von Cambridge Associates in letzter Zeit so gut wie seit 2000 nicht mehr entwickelt. Damit stellt sich die Frage, ob und wie deutsche institutionelle Anleger sich insgesamt im Bereich Private Equity engagieren können und wollen.

---

#### Vertrieb an institutionelle Anleger in Deutschland

Für deutsche institutionelle Anleger gelten für die Strukturierung von Private-Equity-Fonds einige Erleichterungen im Vergleich mit Privatanlegern.

Dies ist angemessen, da es Spezialfonds bzw. Spezial-AIF institutionellen Anlegern regelmäßig ermöglichen, die Anlagepolitik des Fonds z.B. im Rahmen von Anlageausschüssen bzw. Investment Committees mitzugestalten, was bei Publikumsfonds nicht möglich ist.

\* Dieser Investment Management Alert basiert auf dem Beitrag *Jesch*, Private-Equity-Fonds — Strukturierung und Vertrieb unter dem KAGB, RdF 2014, 180 ff. Der Beitrag kann [hier](#) abgerufen werden. Weiterführende Informationen zur Fachzeitschrift „RdF — Recht der Finanzinstrumente“ finden sich unter: <http://finanzen.ruw.de/>.

Das KAGB unterscheidet zwei Klassen institutioneller Anleger.

Ein **professioneller Anleger** ist hierbei jeder Anleger, der im Sinne von Anhang II der MiFID-Richtlinie als professioneller Kunde angesehen wird oder auf Antrag als ein professioneller Kunde behandelt werden kann. Hierzu gehören Kreditinstitute, Wertpapierfirmen, sonstige zugelassene oder beaufsichtigte Finanzinstitute und Versicherungsunternehmen. Die „Antragsbehandlung“ widerfährt Kunden, welche im relevanten Markt während der vier vorhergehenden Quartale durchschnittlich pro Quartal zehn Geschäfte von erheblichem Umfang getätigt haben, deren Finanzinstrument-Portfolio 500.000 Euro übersteigt, die über eine mindestens einjährige Erfahrung im Finanzsektor in einer Position verfügen, welche Kenntnisse über die geplanten Geschäfte oder Dienstleistungen voraussetzt.

Ein **semiprofessioneller Anleger** ist dagegen jeder Anleger, der sich verpflichtet, mindestens 200.000 Euro zu investieren, welcher schriftlich angibt, dass er sich der Risiken im Zusammenhang mit der beabsichtigten Verpflichtung oder Investition bewusst ist, dessen Sachverstand, Erfahrungen und Kenntnisse die AIF-Verwaltungsgesellschaft bewertet, ohne von der Annahme auszugehen, dass der Anleger über die Marktkenntnisse und -erfahrungen eines professionellen Anlegers verfügt, bei dem die AIF-Verwaltungsgesellschaft hinreichend davon überzeugt ist, dass er seine Anlageentscheidungen selbst treffen kann, die Risiken versteht und dass eine solche Verpflichtung für den betreffenden Anleger angemessen ist. Auch Geschäftsleiter und Mitarbeiter der AIF-Verwaltungsgesellschaft werden ggf. mit ihren Investments in den verwalteten AIF erfasst (vgl. zu dieser Thematik unseren [Client Alert vom 4. Dezember 2014](#)). Schließlich qualifizieren auch Anleger, die sich verpflichten, mindestens 10 Mio. Euro in ein Investmentvermögen zu investieren. Anders als nach Art. 4 Abs. 1 lit. aj) AIFM-RL werden semiprofessionelle Anleger i. S. d. KAGB nicht als Privatanleger angesehen.

Ob nun ein professioneller oder semiprofessioneller Anleger agiert, muss der Fondsemittent anhand entsprechender Klassifikationsfragebögen ermitteln, der BVI hat seinen Mitgliedern entsprechende Muster zur Verfügung gestellt. Die richtige Einordnung in die beiden institutionellen Anlegerklassen steuert zudem den Aufwand z.B. beim Umfang der i.R.d. Notifizierungsverfahrens nach § 330 KAGB zu machenden Angaben für Drittstaatenfonds. Vor allem aber ist zu beachten, dass es sich bei dem Anleger nicht um einen Privatanleger handelt, da ein Vertrieb auch an diesen grundsätzlich ausgeschlossen ist.

Interessant ist neben dieser regulatorischen Abgrenzung aber auch die Frage, wer wirtschaftlich als institutioneller Anleger auftritt und ob er überhaupt in einen wie auch immer ausgestalteten Private-Equity-Spezial-AIF investieren darf.

## **Professionelle Anleger — insbesondere: Versicherer unter der neuen Anlageverordnung**

Nach wie vor ist unklar, wie **Versicherungsunternehmen** als professionelle Anleger zukünftig Anteile an Spezial-AIF erwerben können. Anlageverordnung wie Anlagerundschriften sind nach wie vor nicht an die Regelungen des KAGB angepasst. Es ist notwendig und

wünschenswert, die nunmehr regulierten geschlossenen AIF als Fondsinvestment anzuerkennen. Eine Erwerbbarkeit ausschließlich für die Beteiligungsquote (§ 2 Abs. 1 Nr. 13 AnlV) erscheint nicht mehr sachgerecht. Diese stand bisher Anlagen in Beteiligungen oder Infrastruktur offen. Zukünftig würde die Beteiligungsquote aber nur noch auf nicht risikogemischte geschlossene AIF passen.

Einen ersten Entwurf zur revidierten AnlV hatte das BMF bereits am 17. Dezember 2013 versandt. Danach sollten OGAW-Fonds und offene Spezial-AIF grundsätzlich ohne Einschränkungen erworben werden können. Hingegen sollten sonstige AIF einer kombinierten Höchstgrenze von 7,5 % unterliegen. Allerdings sollten u.a. für Private-Equity-Fonds Sonderregelungen vorgesehen werden.

Der derzeitige Referentenentwurf vom 27. Mai 2014 sieht nun in der Tat eine Quote für regulierte Private-Equity-Fonds vor. Private-Equity-Dachfonds sollen hiervon ebenfalls erfasst sein. Das Regulierungserfordernis nennt als Voraussetzungen insbesondere im Hinblick auf ausländische Private-Equity-Fonds (i) ein vergleichbares ausländisches Investmentvermögen, das (ii) von einer Verwaltungsgesellschaft mit Sitz in einem EWR- oder OECD-Staat emittiert wurde, welche (iii) zum Schutz der Anleger einer öffentlichen Aufsicht unterliegt und (iv) eine mit § 20 Abs. 1 KAGB vergleichbare Erlaubnis besitzt. Mit dieser Neuordnung wäre der Weg z.B. für US- bzw. nach hier vertretener Auffassung kanadische Private-Equity-Fonds geebnet, wobei allerdings seitens der Fondsemittenten noch der § 330 KAGB und dessen Interpretation durch die BaFin zu beachten sind.

## **Semiprofessionelle Anleger — Stiftungen und Family Offices**

Die Kategorie des semiprofessionellen Anlegers ist ein „Geschenk“ des deutschen Gesetzgebers gerade auch an die deutsche Private-Equity-Branche, erweitert sie doch den Anlegerkreis um einige maßgebliche Marktteilnehmer. Neben natürlichen Personen umfasst diese Kategorie bei Erfüllung entsprechender Kriterien insbesondere zwei Gruppen institutioneller Anleger, welche international erhebliche Bedeutung im Bereich Private Equity haben. In Deutschland ist dies (noch) nicht uneingeschränkt der Fall:

Vermögende Privatpersonen können über den Einschluss des **Family Office** in Spezial-AIF investieren. Family Offices unterliegen keiner Aufsicht. Daraus folgt, dass sie auch im Hinblick auf ihre Anlagen grundsätzlich frei sind. Zwar gehören Anlagerichtlinien oder -grundsätze zum Standard, diese bieten aber oft erhebliche Flexibilität und erlauben oftmals durchaus „sportliche“ Allokationen in Anlagesegmenten, in denen sich die (Unternehmer-)Familie gut aufgehoben fühlt. Private Equity gehört naheliegenderweise regelmäßig dazu. Die im Frühjahr 2014 vom Beratungsunternehmen Family Office Consulting durchgeführte Studie „Family Offices und Private Equity und Venture Capital“ ergab eine durchschnittliche PE/VC-Allokation der teilnehmenden 190 Family Offices von knapp 14 %. Dabei gibt es Family Offices wie Extorel (Familie Strascheg), die hier sogar ihren Investitionsschwerpunkt sehen. Die soeben veröffentlichte zweite Annual Family Office and Foundation Private Equity Survey von Montana Capital Partners und PEI bestätigt den positiven Befund, so haben 45 % der befragten Family Offices ihr Exposure in Private Equity im letzten Jahr erhöht — und 33 % planen dies für die

nächsten zwölf Monate. Dies bedeutet Wachstum bei den Volumina wie auch bei der Anzahl der Fondsmanager, mit denen zusammengearbeitet wird. Allerdings spielen für 82 % der von Montana Capital Partners und PEI befragten Family Offices Private-Equity-Dachfonds nur eine Nebenrolle. Es sei an dieser Stelle noch darauf hingewiesen, dass zumindest Single Family Offices ihrerseits nicht dem KAGB-Anwendungsbereich unterfallen, selbst also wie die von ihnen getätigten Investments grundsätzlich nicht reguliert sind.

In Deutschland weit weniger bedeutend als Private-Equity-Anleger sind **Stiftungen**. Fraglich ist, ob rechtliche Hürden hierfür verantwortlich sind. Die Landesstiftungsgesetze statuieren im Bereich der Vermögensanlage das Ertragsverwendungsverbot und das Bestandserhaltungsgebot. Gemeinnützige Stiftungen haben weiterhin die §§ 51–68 AO zu beachten. Vorbehaltlich besonderer Vorgaben des Stifters zur Anlagestrategie in der Stiftungssatzung und bei sorgfältiger Strukturierung können diese rechtlichen Anforderungen aber bei Private Equity Investments eingehalten werden. Wirtschaftlich dürften derartige Engagements allerdings nur bei größeren Stiftungsvermögen sinnvoll sein. Ein solches hat die Volkswagenstiftung erreicht, welche 2014 über eine Private-Equity-Allokation i.H.v. 3 % verfügt.

Eine im August 2014 durchgeführte Umfrage des Bundesverbandes Deutscher Stiftungen ergab, dass  $\frac{2}{3}$  der Stiftungen, die über 1 Mio. Euro verwalten, über eine festgelegte Anlagestrategie verfügen, bei kleineren Stiftungen sind es nur  $\frac{1}{3}$ .<sup>1</sup> Die Mehrzahl aller Stiftungen benennt einen Verantwortlichen für die Kapitalanlage. Bei der Überprüfung eigener Anlagen greifen große Stiftungen eher auf externe Berater zurück als kleine. Fazit: Auch in organisatorischer Hinsicht ist noch „Luft nach oben“, was u.a. auch die Öffnung in Richtung der Assetklasse Private Equity jedenfalls bei großen Stiftungen betrifft. Hier seien als Vergleich nur einmal die *university endowments* von Harvard University (Private-Equity-Zielallokation: 18 %), Stanford University (23 %) und Yale University (31 %) genannt.

## **Ausländische institutionelle Anleger**

Ausländische Anleger dürften sich in den seltensten Fällen für direkte Investments in deutsche Private-Equity-Spezial-AIF interessieren. Eine Beteiligung wird im Regelfall über Parallelfonds, z. B. auf den Kanalinseln, eingegangen. Dies hat u. a. steuerliche Gründe. Hin und wieder findet man aber doch direkte Investments, welche dann regelmäßig durch eine Tax Opinion eines deutschen steuerlichen Beraters abgesichert werden.

## **Der Vollständigkeit halber: Vertrieb an Privatanleger**

Der deutsche Gesetzgeber hat den Vertrieb von Private-Equity-Fonds an Privatanleger zugelassen, die Vorgaben im Vergleich zum Vertrieb an (semi-)professionelle Anleger aber verschärft. Erhöhte Anforderungen gelten nach §§ 297 ff. KAGB z.B. für die Verkaufsunterlagen

---

<sup>1</sup> Nach Informationen des Bundesverbandes Deutscher Stiftungen verfügen nur 5 % aller Stiftungen über ein Vermögen von mehr als 10 Mio. Euro, vgl. Zahlen, Daten, Fakten zum deutschen Stiftungswesen 2014, S. 32.

und Hinweispflichten. Ohnehin ist im Fall von Privatanlegern die Kosten-/Nutzen-Relation eines Engagements im Bereich Private-Equity-Fonds stets aufs Neue zu ermitteln, was gleichermaßen für entsprechende Dachfonds gilt.

Dem deutschen Privatanleger wäre wohl in einem ersten Schritt schon viel damit geholfen, wenn er sich stetiger im Bereich von Listed Equity engagiert — eine Kombination beider Welten ermöglichen Index-Produkte wie z.B. jene von LPX.

## Fazit

Deutschen institutionellen Anlegern sind Investitionen in Private-Equity-Fonds grundsätzlich erlaubt. Ihnen ist zudem durch die Bank eine entsprechende Zielallokation erlaubt, die von kaum einer Institution auch nur annähernd erreicht wird. Eine Erklärung hierfür dürfte oftmals die mangelnde Vertrautheit mit dieser Assetklasse sein. Wegen der bei sachkundiger Auswahl zu erzielenden Renditen sollte entsprechendes Wissen beim institutionellen Anleger aufgebaut bzw. zugekauft werden — „regulatorische Hürden“ sind dann in den allermeisten Fällen zu überwinden.

## Kontakt Daten

Der Verfasser steht für weiterführende Fragen zum Vertrieb von Private-Equity-Fonds gerne zur Verfügung.

**Dr. Thomas A. Jesch, LL.M.**

+49 69 25494 220

thomas.jesch@kayescholer.com

· Chicago      · Los Angeles      · Silicon Valley  
· Frankfurt    · New York        · Washington, DC  
· London        · Shanghai        · West Palm Beach

**KAYE** | **SCHOLER**