

**06. MAI 2020**

Ihr Ansprechpartner:

Dr. Andreas Böhme
+49 69 257 811 025
aboehme@kslaw.com

King & Spalding

Frankfurt
TaunusTurm
Taunustor 1
60310 Frankfurt am Main
Tel: +49 69 257 811 000

Neue Pre-Marketing-Regeln für den Fondsvertrieb kommen

Umsetzung neuer EU-Vorgaben bedroht BaFin-Praxis bei der Auflage von Spezial-AIF

MARKTPRAXIS BEI DER AUFLAGE VON SPEZIAL-AIF

Der Vertrieb von Anteilen an einem Spezial-AIF unterscheidet sich grundlegend von dem Vertrieb von Publikums-AIF. Bei einem Spezial-AIF haben zumindest die initialen Anleger regelmäßig einen (manchmal auch erheblichen) Einfluss auf die Gestaltung des Vertragswerks. Ein Spezial-AIF wird regelmäßig überhaupt nur aufgelegt, wenn es genügend Interesse von institutionellen Investoren an einem Fonds des konkreten Zuschnittes gibt. Nur dann beginnt die Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) mit der Erstellung des Fondsvertragswerkes, auf dessen konkrete Ausgestaltung die Anleger Einfluss nehmen können und regelmäßig auch nehmen. Insbesondere die Anlageziele, die Gebühren- und Kostenstruktur, der Umfang der einzusetzenden Leverage, Umfang von Fremdwährungs- und Zinsrisiken, bei geschlossenen AIF auch die Laufzeit und die Mitbestimmungsrechte der Gesellschafterversammlung, und viele andere Punkte unterliegen (auch) den Vorgaben und Vorstellungen der Anleger und den kaufmännischen Verhandlungen zwischen den beteiligten Parteien. Sobald das Vertragswerk zwischen der KVG und den Anlegern verhandelt ist, wird es unterzeichnet.

Die in Deutschland geltende Rechtslage basiert im Wesentlichen auf der von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) angewandten und in Ziff. 1.1 und 1.2 des „FAQ Vertrieb“ (Häufige Fragen zum Vertrieb und Erwerb von Investmentvermögen nach dem KAGB, Geschäftszeichen WA 41-Wp 2137-2013/0293) niedergelegten Verwaltungspraxis. Danach erfordert der „Vertrieb“ eines Investmentvermögens ein bestehendes Investmentvermögen oder zumindest ein angebotsreifes Vertragswerk eines solchen. In dem eingangs beschriebenen typischen Szenario bei der Auflage eines Spezial-AIF erfolgte auf der Grundlage dieser Verwaltungspraxis kein Vertrieb an die Anleger, da das Vertragswerk beim Erstkontakt und auch später in der

Erstellungsphase gerade noch nicht angebotsreif war, sondern zwischen der KVG und den Anlegern im Detail erst ausgehandelt wurde. Nach finaler Erstellung erfolgte ebenfalls kein Vertrieb, weil zu diesem Zeitpunkt keine Vertriebsaktivität mehr auf Initiative der KVG an die an den Verhandlungen beteiligten Anleger erfolgte, da diese den Spezial-AIF selbst maßgeblich mitgestaltet haben. Ein Vertrieb war damit allenfalls an später hinzutretende Anleger möglich.

NEUE EU-VORGABEN

Diese pragmatische Verwaltungspraxis der BaFin hat im Markt wegen ihrer Praxisnähe und Praxistauglichkeit zu Recht viel Zustimmung erfahren. Allerdings war die regulatorische Behandlung des beschriebenen Vorgehens bei der Auflage von Investmentvermögen in der EU nicht einheitlich, was den europäischen Gesetzgeber auf den Plan gerufen hat. Dies mündete im Juni 2019 in der EU-Richtlinie 2019/1160 zur Abänderung der OGAW-Richtlinie und der AIFM-Richtlinie, in der unter anderem auch Regeln für das sogenannte „Pre-Marketing“ aufgestellt werden.

„Pre-Marketing“ ist dabei die durch eine KVG oder in ihrem Auftrag erfolgende direkte oder indirekte Bereitstellung von Informationen oder die Mitteilung über Anlagestrategien oder Anlagekonzepte an potenzielle professionelle Anleger mit dem Ziel, festzustellen, inwieweit diese Interesse an einem AIF haben, der entweder noch nicht registriert ist oder zwar registriert ist, für den jedoch noch keine Vertriebsanzeige erfolgt ist.

Die Umsetzungsfrist für die Richtlinie läuft im August 2021 ab. Noch im Mai 2020 wird dabei ein erster deutscher Gesetzesentwurf zur Umsetzung erwartet. Das soll Anlass für eine Bewertung der neuen Regelungen der Richtlinie sein.

AUSWIRKUNGEN DER NEUEN REGELUNGEN AUF DIE MARKTEILNEHMER

Die neuen Regelungen stellen eine erhebliche Erschwerung und Einschränkung der bisherigen Auflagepraxis von Spezial-AIF dar:

Den Anlegern dürfen nach den neuen Regelungen im Rahmen des Pre-Marketing keine Unterlagen oder Informationen übersandt werden, die

- a) ausreichen, um die Anleger in die Lage zu versetzen, sich zum Erwerb von Anteilen eines bestimmten AIF zu verpflichten,
- b) Zeichnungsformulare oder vergleichbare Dokumente sind, unabhängig davon, ob sie in einem Entwurf oder in endgültiger Form vorliegen, oder
- c) Gründungsdokumente, Prospekte oder Angebotsunterlagen eines noch nicht registrierten AIF in endgültiger Form sind.

Verbot der Übersendung bestimmter AIF-spezifischer Informationen

Die Reichweite des ersten Kriteriums (a)) ist bereits unklar. Welche Informationen einen Anleger in die Lage versetzen, sich zum Erwerb von Anteilen an dem betreffenden (zukünftigen) AIF zu verpflichten, ist stark subjektiv und sicher von Anleger zu Anleger unterschiedlich. Der eine Anleger vertraut der betreffenden KVG vielleicht mehr, ggf. wegen einer vorangegangenen guten Zusammenarbeit, und ist mit wenigen grundsätzlichen Informationen zum geplanten Produkt zufrieden, ein anderer Anleger arbeitet vielleicht zum ersten Mal mit dieser KVG und benötigt mehr Informationen zum Produkt und zur Arbeitsweise der KVG zum Treffen seiner Anlageentscheidung.

Das Kriterium unter b) ist praxisfern. Institutionelle Anleger müssen gewiss nicht vom Gesetzgeber davor geschützt werden, dass sie unkontrolliert Entwürfe von Zeichnungsscheinen unterschreiben, obwohl das Vertragswerk noch nicht abgestimmt ist. Es macht Sinn, im Rahmen der Abstimmung über den geplanten AIF das gesamte Vertragswerk zu verhandeln, einschließlich der Zeichnungsdokumente. Warum man diese ausnimmt, erschließt sich nicht. Dennoch gibt es hier vermutlich wegen des eindeutigen Wortlauts der Vorschrift im Rahmen der Umsetzung wenig Spielraum. Zeichnungsscheine dürften daher in der Zukunft auch nicht im Entwurf übersandt werden. Es wäre sehr wünschenswert, wenn im Rahmen der Umsetzung diese Vorgabe zumindest tatsächlich auf echte Zeichnungsdokumente beschränkt wird, also auf Dokumente, mit deren Abschluss der Anleger Anteile am entsprechenden AIF erwirbt bzw. eine Willenserklärung zum Erwerb abgibt, die von ihm nicht mehr einseitig widerrufen werden kann. Insbesondere sollte sichergestellt werden, dass die gesetzliche Regelung nicht auch Anlegervereinbarungen erfasst. Der Rechtsanwender wiederum hat sicherzustellen, dass die Anlegervereinbarungen solche Zeichnungsverpflichtungen nicht enthalten, was ohne weiteres möglich ist. Wenn die Umsetzung in das deutsche Recht tatsächlich auf echte Zeichnungsdokumente beschränkt wird, dann erscheint dieses Kriterium beherrschbar. Etwaige bisher in Zeichnungsscheinen enthaltene inhaltliche Regelungen, die der Abstimmung zwischen den Parteien unterliegen, müssten dann in andere Dokumente, z. B. die Anlegervereinbarung, verlagert und der Zeichnungsschein auf den reinen Zeichnungsvorgang beschränkt werden (was allerdings ohnehin in vielen Fällen schon heute der Fall ist). Eine Herausnahme des Zeichnungsscheines (oder Zeichnungsvertrages) aus der Abstimmung zwischen KVG und Anleger ist zwar trotzdem nicht sinnvoll, aber in diesem Fall wohl nicht mit gravierenden Nachteilen verbunden.

Auch das letzte Kriterium unter c) ist zumindest missverständlich. Die KVG und die Anleger verhandeln das Vertragswerk, bis es final ist. Erst mit Klärung der letzten offenen Punkte und Finalisierung des Vertragswerkes kann der weitere Auflageprozess betrieben werden. In einem solchen Fall muss es aber der KVG, die üblicherweise die Dokumente erstellt, möglich sein, die final verhandelten Dokumente an ihre Verhandlungspartner zu übersenden. Ansonsten würde man den Parteien zwar ermöglichen, das Vertragswerk im Rahmen des Pre-Marketing abzustimmen, sie dürften aber das final gefundene Verhandlungsergebnis nicht niederschreiben, was ersichtlich keinen Sinn macht. Das Kriterium unter c) ist daher wohl so zu verstehen, dass die KVG den Anlegern nicht schon zu Beginn des Pre-Marketing endgültige Fondsunterlagen übersenden darf, sondern nur Entwürfe, die noch unter dem Vorbehalt einer Abstimmung mit den Anlegern stehen, am Ende des Verhandlungsprozesses dann aber schon. Dies sollte bei der deutschen Umsetzung klargestellt werden.

Zusätzliche Anzeige- und Dokumentationspflichten

Die KVG wird verpflichtet sein, der BaFin innerhalb von zwei Wochen nach Aufnahme des Pre-Marketings ein informelles Schreiben in Papierform oder elektronischer Form zu übermitteln, in dem die KVG die EU-Mitgliedstaaten benennt, in denen das Pre-Marketing stattfindet oder stattgefunden hat, die entsprechenden Zeiträume, eine Kurzbeschreibung des Pre-Marketings, darunter Informationen zu den vorgestellten Anlagestrategien, und gegebenenfalls eine Liste der AIF und Teilfonds von AIF, die Gegenstand des Pre-Marketings sind oder waren. Die KVG muss außerdem das Pre-Marketing „angemessen dokumentieren“. Solche Verpflichtungen gibt es nach aktueller Rechtslage nicht. Es bleibt zu hoffen, dass das Anzeigeschreiben und die Dokumentationspflicht in der Praxis der BaFin künftig tatsächlich kurz und knapp ausfallen können, und insbesondere die informelle Anzeige nicht zu einem de facto Vor-Vertriebsanzeigeverfahren ausgeweitet wird.

Zwingende Durchführung eines Vertriebsanzeigeverfahrens

Nach Verhandlung des Vertragswerkes können nach aktueller Rechtslage die Dokumente sofort von den (an den Verhandlungen beteiligten) Anlegern unterzeichnet werden. Nach zukünftiger Rechtslage ist dies nicht mehr

möglich. Vielmehr muss nun zunächst ein bisher entbehrliches Vertriebsanzeigeverfahren durchgeführt werden. Zum einen dürfen Anleger, die im Rahmen des Pre-Marketings kontaktiert wurden, Anteile an dem von ihnen selbst mit entwickelten AIF erst nach einer solchen Vertriebsanzeige zeichnen. Es ließe sich daran denken, sich hier auf die sogenannte „reverse solicitation“ zu stützen, soweit nicht die KVG die Anleger kontaktiert hat, sondern umgekehrt. Allerdings ist auch dieser Weg versperrt, weil die neuen Regelungen darüber hinaus vorsehen, dass jedwede Zeichnung des betreffenden AIF, (wohl) selbst im Anschluss an eine klar vom Anleger ausgehende Kontaktaufnahme, innerhalb von 18 Monaten nach Beginn des Pre-Marketings ein „Vertriebsereignis“ darstellt, sodass es vor Zeichnung der Durchführung eines Vertriebsanzeigeverfahrens bedarf.

Was diesen augenscheinlichen Ausschluss der „reverse solicitation“ rechtfertigen soll, erschließt sich nicht. Einen derart weitgehenden Ausschluss der passiven Dienstleistungsfreiheit gibt es sonst hinsichtlich keiner anderen Finanzdienstleistung.

Ein Vertriebsanzeigeverfahren für einen deutschen AIF, für den das Informationsdokument nach § 307 KAGB bereits erstellt wurde, stellt im Prinzip keinen großen Aufwand dar, weil die allermeisten anzuzeigenden Informationen schon im Informationsdokument aufgearbeitet wurden und dort enthalten sind. Problematisch sind aber die Fristen gemäß § 321 Abs. 2 und 3 KAGB. Die BaFin hat danach eine gesetzliche Prüfungsfrist von 20 Arbeitstagen (nach Einreichung der vollständigen Unterlagen; die Frist beginnt damit nach einer Nachforderung der BaFin erneut an zu laufen). Erst nach Genehmigung des Vertriebs kann mit diesem begonnen und das fertig verhandelte Vertragswerk unterzeichnet werden.

Dies ist insofern problematisch, weil zumindest bei der Auflage geschlossener Ein-Objekt-Spezial-AIF die Verhandlungen über den Ankauf mit dem Verkäufer und die Auflage des Vertragswerkes parallel laufen. Das anzukaufende Objekt ist ja das Produkt, und ohne Ankauf des betreffenden Objektes gibt es auch keinen Fonds. Fondsaufgabe und Kaufvertragsabschluss bedingen sich damit gegenseitig und werden zeitgleich begonnen und durchgeführt.

Ohne Abschluss des Fondsvertragswerkes und ohne Kapitalzusage des Anlegers kann der Kaufvertrag damit nicht geschlossen werden. Zum einen würden sich bei einem späteren Beitritt des Anlegers ggf. grunderwerbsteuerliche Themen ergeben und zum anderen kann die kaufvertragliche Verpflichtung zur Bezahlung des Kaufpreises durch die KVG erst eingegangen werden, wenn eine verbindliche Kapitalzusage des Anlegers vorliegt. Zudem sind häufig Anzahlungen bei Vertragsschluss fällig, die ebenfalls einen Beitritt des Anlegers und einen ersten Kapitalabruf voraussetzen.

Ähnliche Probleme können sich aber auch bei der Auflage von Sondervermögen ergeben, bei denen auch häufig die ersten Investitionen schon bei der Auflage identifiziert sind und kurzfristig erfolgen müssen.

Gerade in einem kompetitiven Umfeld für Immobilientransaktionen, in dem Verträge häufig unter großem Zeitdruck und innerhalb eng bemessener Exklusivitätsfristen verhandelt werden, wird es die Parteien in vielen Fällen vor enorme Zeitprobleme stellen, wenn eine verhandelte Immobilientransaktion nicht unterschrieben werden kann, sondern zunächst mehrere Wochen abgewartet werden müssen, bis für den kaufenden Spezial-AIF das Vertriebsanzeigeverfahren durchgeführt wurde. Der naheliegende Gedanke zur Verwendung von „Vorrats-AIF“ mit standardisierten Anlagebedingungen und vorab durchgeführtem Vertriebsanzeigeverfahren ist wohl eher keine Lösung, weil auch in einem solchen Fall notwendige Änderungen am Vertragswerk der BaFin mit einer Frist von einem Monat anzuzeigen sind.

Eine mögliche Lösung für das beschriebene Problem wäre eine (erhebliche) Verkürzung der Genehmigungsfrist der BaFin für die Vertriebsanzeigen von Spezial-AIF, für die zuvor bereits eine Pre-Marketing-Anzeige abgegeben wurde. Die BaFin ist in diesen Fällen über den AIF bereits in Grundzügen informiert. Da es hier um einen Vertrieb



ausschließlich an professionelle und semi-professionelle Anleger geht, sollte eine solche Lösung im Prinzip möglich sein. Auch europarechtlich sind Bedenken nicht ersichtlich; die Prüfungsfrist aus Art. 31 der AIFM-Richtlinie ist als eine Maximalfrist, nicht als eine Mindestfrist anzusehen.

ZUSAMMENFASSUNG

Die neuen EU-rechtlichen Vorgaben für die Durchführung des Pre-Marketings stellen eine erhebliche Verschärfung der bisher pragmatischen Aufsicht der BaFin über die Auflage und den Vertrieb von Spezial-AIF dar. Die Auflage von Spezial-AIF in Abstimmung mit den Anlegern wird bürokratischer, aufwändiger und zeitintensiver. Der deutsche Gesetzgeber und die BaFin haben jedoch bei der Umsetzung in das KAGB bzw. bei der Festlegung ihrer Aufsichtspraxis die Möglichkeit, die negativen Auswirkungen der neuen Regelungen zumindest zu minimieren. Es bleibt zu hoffen, dass sie diese Möglichkeit im Interesse der KVGEn, der Anleger von Spezial-AIF, die eines derart weitgehenden Schutzes nicht bedürfen, und der gesamten Immobilienwirtschaft wahrnehmen.

ÜBER KING & SPALDING

1885 in Atlanta gegründet, zählt King & Spalding LLP heute zu den führenden internationalen Wirtschaftskanzleien. Mit mehr als 1.100 Rechtsanwälten an 21 Standorten in den Vereinigten Staaten, in Europa, in Asien sowie im Nahen Osten hat die Sozietät Mandate in über 160 Ländern auf sechs Kontinenten betreut. Zu unseren Mandanten, die wir oft seit Jahrzehnten beraten, zählt die Hälfte der 100 größten Unternehmen der Welt (Fortune 100). Weltweit liegen die strategischen Schwerpunkte der Kanzlei in den Bereichen Financial Institutions, Global Disputes, Energy, Healthcare/Life Sciences, Intellectual Property und Government Investigations. Das deutsche Büro von King & Spalding berät mit kompromisslosem Fokus in den Bereichen Investmentfonds, Immobilienkapitalmarkt, Finanzierung, Prozessvertretung/Schiedsverfahren/Streitbeilegung sowie Life Sciences/Healthcare. Weitere Informationen finden sich auf unserer Webseite unter www.kslaw.com.

Der Inhalt dieses Dokuments ist nicht als Rechtsberatung gedacht und sollte nicht als solche herangezogen werden. Das Dokument dient ausschließlich der allgemeinen Information und dem internen Gebrauch des Empfängers. Das Dokument wurde dennoch mit größtmöglicher Sorgfalt und nach bestem Gewissen erstellt. Alle Angaben erfolgen jedoch ohne Gewähr für ihre Aktualität, Vollständigkeit und Richtigkeit. In einigen Jurisdiktionen kann dies als "Anwaltswerbung" gesehen werden. [Datenschutzrichtlinie](#) ansehen.

ABU DHABI	BRÜSSEL	DUBAI	HOUSTON	MOSKAU	RIYADH	SINGAPUR
ATLANTA	CHARLOTTE	FRANKFURT	LONDON	NEW YORK	SAN FRANCISCO	TOKYO
AUSTIN	CHICAGO	GENF	LOS ANGELES	PARIS	SILICON VALLEY	WASHINGTON, D.C.