


# ZUTRITT VERBOTEN

Anlegerschutz ist wichtig, keine Frage. Die Mifid-II-Umsetzung in nationales Recht bringt jedoch für vermögende Anleger ein gravierendes Problem mit sich: Sie erhalten keinen Zugang mehr zu den gefragtesten Private-Equity-Fonds

**D**ie Investorengruppe der semiprofessionellen Anleger leidet zunehmend unter regulatorischen Vorgaben für alternative Anlagen. Da sind die vor einem Jahr scharf geschaltete europäische Verordnung über Basisinformationsblätter (Priips-Verordnung) und das vor mehr als fünf Jahren in Kraft getretene Kapitalanlagegesetz-

buch (KAGB). Beim Verabschieden der Vorschriften haben die Regulierer ein wichtiges Thema der alternativen Investmentanlagen vernachlässigt, nämlich Private-Equity- und Venture-Capital-Fonds. Die neuen Regularien stellen semiprofessionelle Anleger den Kleinanlegern gleich und erschweren ihnen den Zugang zu alternativen Anlagen.

Obwohl die AIFM-Richtlinie lediglich professionelle und Kleinanleger als Gruppen kennt, unterscheidet das deutsche KAGB als nationales Umsetzungsgesetz der AIFM zwischen Privat-, professionellen und semiprofessionellen Anlegern. Wie wird demnach unterschieden? Als professionelle Anleger werden vor allem Kreditinstitute, Wertpapierfirmen, Ver-



*Kein Zutritt für deutsche semiprofessionelle Anleger: Überspitzt formuliert, verhindert der Regulator mit seinen Vorgaben für diese Gruppe direkte Beteiligungen an den besten Private-Equity-Fonds*

Bei den gewählten professionellen Anlegern geht der Gesetzgeber nicht automatisch davon aus, dass sie aufgrund ihrer Größe oder Tätigkeit die entsprechenden Erfahrungen besitzen. Ein Anleger kann vielmehr nur auf Antrag als professionell behandelt werden, wenn er mindestens ein Jahr einen Beruf im relevanten Kapitalmarkt ausgeübt hat und über ein Vermögen von mehr als 500.000 Euro verfügt. Family Offices können diese Vorgaben vereinzelt, aber keinesfalls dauerhaft erfüllen. Viele vermögende Privatpersonen ohne Family Office scheitern aber meist an dem Kriterium, einen Beruf im relevanten Kapitalmarkt für mindestens ein Jahr ausgeübt haben zu müssen.

Diese Einordnung als professioneller Anleger in der AIFM-Richtlinie deckt sich im Grundsatz mit der Anlegerklassifizierung unter der Priips-Verordnung, die darauf abstellt, ob ein Produkt für Kleinanleger verfügbar gemacht wird. Kleinanleger ist dabei unter anderem jeder Anleger, der kein professioneller Kunde im Sinn der europäischen Mifid-II-Richtlinie ist. Die Vorgaben der Mifid II für professionelle Kunden entsprechen dabei im Grundsatz den Kriterien für professionelle Anleger.

Der semiprofessionelle Anleger ist die typische Kategorie für vermögende Privatpersonen, die bereits Erfahrungen mit alternativen Anlagen gesammelt haben. Das KAGB definiert ihn im Grundsatz als einen Anleger, der sich verpflichtet, mindestens 200.000 Euro zu investieren. Zudem muss der Fondsmanager oder Vertrieber ihn als erfahren und verständig einstufen. Unabhängig von Erfahrungen und Kenntnissen gilt als semiprofessioneller Anleger, wer mindestens 10 Millionen Euro investiert.

Bei semiprofessionellen Anlegern handelt es sich um eine rein deutsche Kategorie. Priips-Verordnung, AIFM- und Mifid-II-Richtlinie ordnen diesen Typus dem Privatkunden zu. Semiprofessionelle Anleger genießen daher unter den europäischen Vorgaben das gleiche Schutzniveau wie Kleinanleger und erfordern den gleichen regulatorischen Aufwand. Privatanleger schließlich sind alle, die sich weder als professionelle noch als semiprofessionelle Anleger qualifizieren.

Dank Priips-Verordnung besteht bei Vertrieber des Investmentprodukts an Kleinanleger die Pflicht, ein standardisiertes Informationsblatt zu erstellen, das sogenannte Basisinformationsblatt. Kleinan-

leger sind hierbei alle, bei denen es sich nicht um professionelle Anleger handelt. Daher ist auch semiprofessionellen Anlegern ein Basisinformationsblatt zur Verfügung zu stellen. Dies gilt voraussichtlich ab dem 1. Januar 2020 auch für Fondsgesellschaften, die bereits für ihre Anleger ein Anlegerinformationsblatt gemäß der OGAW-IV-Richtlinie oder gemäß nationalen Regeln erstellen müssen. Das Basisinformationsblatt ist ein technisches Meisterwerk der Unverständlichkeit und Anlegerfehlinformation auf europäischer Ebene. Es erfordert etwa das Berechnen von verschiedenen künftigen Performance- und Kostenszenarien zu verschiedenen Haltedauern des Produkts. Hinzukommen strenge und meist unpassende Vorgaben an den Erläuterungstext. Bei geschlossenen Anlageformen von Private Equity und Venture Capital führen diese Vorgaben meist zu Kopfschütteln bei Anlegern und Fondsinitiatoren gleichermaßen.

#### **Vertrieb von Nicht-EU-Fonds**

Der Vertrieb von Nicht-EU-Fondsstrukturen an semiprofessionelle Anleger ist seit Inkrafttreten des KAGB ohnehin schon erheblich erschwert. Er erfolgt nach den Paragraphen 329 und 330 KAGB, was im professionellen Bereich gut funktioniert. Allerdings erschweren die Vorschriften einen Vertrieb an semiprofessionelle Anleger in Deutschland. Bei einem Vertrieb an diese Gruppe müssen der ausländische Manager und der Fonds alle Anforderungen der AIFM-Richtlinie erfüllen. Hierzu gehört eine Verwahrstelle, die sämtliche Funktionen nach Artikel 21 der AIFM-Richtlinie ausübt. Zudem muss der Manager alle regulatorischen Vorgaben der AIFM-Richtlinie erfüllen. Hierbei sind es nicht nur die EU-Vergütungsbeschränkungen, die ausländische Manager von einer solchen vollen Compliance abschrecken. Aufgrund dieser erhöhten Anforderungen findet in der Praxis kaum noch bis gar kein Vertrieb von Nicht-EU-Fonds mehr an semiprofessionelle Anleger statt.

Die Vorgaben des Gesetzgebers führen dazu, dass deutsche semiprofessionelle Anleger – HNWI, UHNWI und kleine institutionelle Anleger – wie Kleinanleger klassifiziert und geschützt werden. Diesen vom Gesetzgeber gut gemeinten Schutz können sie zudem meist nicht verlassen. Oft ist es auch nicht möglich, sich freiwillig zum professionellen Anleger heraufstufen zu lassen. ➤

sicherungen, Investmentgesellschaften, große Unternehmen sowie Regierungen und supranationale Einrichtungen erfasst. Weitergehend unterschieden wird nach geborenen professionellen Anlegern, sogenannte Per-se-Qualifikation, und gewählten professionellen Anlegern, die eine Qualifikation auf Antrag erhalten. Zu den geborenen professionellen Anlegern gehören etwa Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute, Versicherungsgesellschaften, Verwaltungsgesellschaften, Pensionsfonds und große Unternehmen, die auf Unternehmensebene zwei der folgenden drei Kriterien erfüllen: Bilanzsumme von 20 Millionen Euro, Nettoumsatz von 40 Millionen Euro und Eigenmittel von 2 Millionen Euro. Family Offices, sogenannte High-Net-Worth-Individuals und Ultra-High-Net-Worth-Individuals (HNWI und UHNWI) sind in der Regel keine geborenen professionellen Anleger.

Nur ein Kollateralschaden des Anlegerschutzes? Mitnichten: Im Markt wird seit Längerem sichtbar, dass die Regelung zunehmend zu einer echten Zugangsbeschränkung für semiprofessionelle Anleger führt. Manager von Private-Equity-Fonds stehen vor der Frage, ob sie ihre Fonds an deutsche semiprofessionelle Anleger vermarkten und sich den erschwerten Regelungen unterwerfen.

Das hat 2018 dazu geführt, dass Private-Equity-Fondsmanager sich sehr genau überlegen, ob sie Investoren annehmen, für die sie eine Priips-Dokumentation erstellen müssen und für die sie sich den vollen Anforderungen der AIFM-Richtlinie unterwerfen müssen. Fonds mit guter Performance erhalten im aktuellen Marktumfeld von internationalen Anlegern mehr als ausreichend Gelder. Deshalb gehen diese sogenannten Top-Tier-Fonds dazu über, von eher unbedeutenden Investorengruppen mit hohen regulatorischen Nebenkosten und Begleiterscheinungen – wie im Fall von deutschen semiprofessionellen Investoren – keine Gelder mehr anzunehmen.

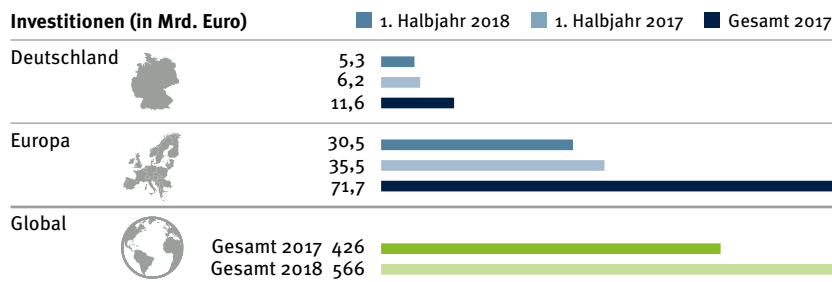
### Was Anleger tun können

Für deutsche semiprofessionelle Anleger ergeben sich folgende Alternativen in Bezug auf künftige Investments in alternative Fonds. Die einfachste Variante: Der Anleger verzichtet gänzlich auf ein Investment in alternative Anlageklassen. Im aktuellen Marktumfeld erscheint dies aber für HNWI und UHNWI als nicht wünschenswert. Zweitens bieten sich Investments in Private-Equity-Fonds an, die sich den regulatorischen Vorgaben in Deutschland und der EU beugen: Diesen Fonds wird man leider oft unterstellen müssen, dass sie aus Performance-Gründen dazu gezwungen sind, auch semiprofessionelle Anleger aufzunehmen. Es ist fraglich, ob diese Fonds für deutsche Anleger die erste und beste Wahl darstellen.

Weiterhin könnten deutsche Investoren eigene ausländische Strukturen aufbauen, um als internationaler Investor dem starren deutschen Korsett zu entfliehen. Diese Kapitalflucht ins Ausland ist unter anderem aus Kosten- und Steuerüberlegungen nicht gerade wünschenswert. Schließlich werden für kleinere Investoren in Zukunft nun Zugangsvermittler in Form von Funds-of-Funds eine wichtigere Rolle spielen. Aufgrund ihrer Ausrichtung auf semiprofessionelle Anleger unterwerfen

## Private-Equity-Markt: Was Deutschland zu bieten hat

Im ersten Halbjahr 2018 blieben die Private-Equity-Investitionen hierzulande auf dem Niveau der drei starken Vorjahreszeiträume. Was der deutsche Private-Equity-Markt sonst noch zu bieten hat



Rund **300 Beteiligungsgesellschaften** tummeln sich auf dem deutschen Private-Equity-Markt



pro Jahr finanzieren sie mehr als **1.000 Unternehmen**

Rund **38 Milliarden Euro** wurden im Zeitraum 2013 bis 2017 auf dem hiesigen Spielplatz für Beteiligungskapital investiert

Mit Investitionen in Höhe von **11,6 Milliarden Euro** stellt **2017** das **Rekordjahr** schlechthin dar



ILLUSTRATIONEN: OPKA/FOTOLIA, FREEPIK

sich diese ohnehin den in Deutschland geltenden Regulierungen.

Am Ende kommt es wohl zu einer Dreiteilung. UHNWI werden mit eigenen Teams die Zielfonds auswählen und spätestens jetzt auf ausländische Strukturen zurückgreifen. Demgegenüber werden die rational handelnden HNWI unter Kosten-

und Nutzenabwägungen zwischen eigenen ausländischen Investmentstrukturen oder professionellen Fund-of-Funds-Lösungen auswählen. Rein kostenbewusste Investoren riskieren jedoch geringere Renditen, weil sie als Direktinvestoren gegebenenfalls nur zweitklassige Fonds zeichnen können. ■



Der Autor **Thomas Weinmann** ist geschäftsführender Gesellschafter der Private-Equity-Boutique Astorius Capital. Vor deren Gründung 2012 war er neun Jahre Partner der Investmentgesellschaft BC Partners.



Der Autor **Peter Bujotzek** ist Partner der Wirtschaftskanzlei P+P Pöllath + Partners im Bereich Private Funds. Dort ist er seit 2008 tätig, zunächst als Associate, später als Counsel. Im Jahr 2008 erhielt Bujotzek zudem die Zulassung als Anwalt.

Quellen: Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK), Pricin