

Stellungnahme zur öffentlichen Anhörung zu dem Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds

(AIFM-Umsetzungsgesetz – AIFM-UmsG)

- BT-Drucksache 17/12294 -

**Vorstand**

Oliver Porr (Vorsitzender)  
Marc Drießen  
Michael Kohl  
Reiner Seelheim  
Dr. Torsten Teichert  
Gert Waltenbauer

**Hauptgeschäftsführer**

Rechtsanwalt Eric Romba

**VGF**

Verband Geschlossene  
Fonds e.V.

[www.vgf-online.de](http://www.vgf-online.de)

**Geschäftsstelle Berlin**

Georgenstraße 24  
10117 Berlin  
T +49 (0) 30. 31 80 49 00  
F +49 (0) 30. 32 30 19 79  
[kontakt@vgf-online.de](mailto:kontakt@vgf-online.de)

**Büro Brüssel**

47 - 51 rue du Luxembourg  
1050 Brüssel  
T +32 (0) 2. 550 16 14  
F +32 (0) 2. 550 16 17  
[contact@vgf-online.eu](mailto:contact@vgf-online.eu)

**Vereinsregisternummer**

23527 Nz  
Amtsgericht Berlin -  
Charlottenburg

**Steuernummer**

27/620/52261

**Partner der BSI**

Bundesvereinigung  
Spitzenverbände der  
Immobilienwirtschaft

**Mitglied des ZIA**

Zentraler Immobilien  
Ausschuss e.V.

**Mitglied der BID**

Bundesarbeitsgemeinschaft  
Immobilienwirtschaft  
Deutschland

Berlin, den 8. März 2013

VGF Verband Geschlossene Fonds e.V.

## Inhaltsverzeichnis

A.	Vorbemerkung .....	5
B.	Kurzdarstellung ausgewählter wesentlicher Änderungsvorschläge .....	7
C.	Kommentierungen zu den einzelnen Vorschriften .....	10
I.	Beschränkung von Leverage und Belastung (§ 263 KAGB-E).....	10
1.	60-Prozent-Grenze marktgerecht .....	10
2.	Zeitpunkt zur Einhaltung der Begrenzungen.....	10
3.	Einsatz von kurzfristigen Krediten .....	12
4.	Eigenkapitalzwischenfinanzierung unberücksichtigt .....	12
5.	Verknüpfung von Belastung und Kreditaufnahme .....	13
6.	Kein Verkehrsschutz vorgesehen.....	13
7.	Formulierungsempfehlung.....	14
a.	Zu § 263:.....	14
b.	Zu § 215 Abs. 1 KAGB-E .....	15
II.	Risikomischung.....	16
1.	Anforderungen bei nicht-risikogemischten Fonds gemäß § 261 Abs. 2 Satz 1 Nr. 2b KAGB-E .....	16
2.	Zum Grundsatz der Risikomischung nach § 262 Abs. 1 KAGB-E .....	19
a.	Unklarheiten bzgl. § 262 Abs. 1 Satz 2 Nr.1 KAGB-E – Kriterium der im Wesentlichen gleichmäßigen Verteilung der Anteile von Sachwerten am Wert des gesamten AIF.....	19
b.	Unklarheiten bei den Vorgaben der Risikomischung für Vermögensgegenstände nach § 262 Abs. 1 Satz 2 KAGB-E, die keine Sachwerte sind.....	20
c.	Fehlende Regelungen bis zum Erreichen der Risikomischung für Anlaufzeit und Liquidation des AIF .....	21
III.	Übergangs- und Bestandsschutzvorschriften für geschlossene Fonds nach § 353 KAGB-E.....	23
1.	Bestandsschutzregelung des § 353 Abs. 1 KAGB-E.....	24
a.	Ausschließlichkeit.....	24
i.	Infektionsgefahr .....	24
ii.	Erforderliche Trennung des Fondsmanagements .....	25
iii.	Kriterium der Ausschließlichkeit konterkariert § 343 Abs. 3 KAGB-E .....	26
iv.	Empfehlung.....	27
b.	Keine zusätzlichen Anlagen tätigen.....	27
i.	Intention des Europäischen Richtliniengebers .....	27
ii.	Instandhaltungs-, Umbau- und Renovierungsmaßnahmen .....	28
iii.	Sanierungsmaßnahmen .....	29
iv.	Wirtschaftliche oder dingliche Erfüllung (Übereignung).....	31
v.	Dachfonds und mehrstöckige Strukturen .....	31
2.	Übergangsregel nach § 353 Abs. 4 KAGB-E.....	32
a.	Regelungslücke durch Abstellen auf Zeitpunkt des Eingangs des Erlaubnisanspruches .....	32
b.	Anlagen Tätigen nach § 353 Abs. 4 KAGB-E.....	33
c.	Anwendung der §§ 158 bis 160 KAGB-E .....	34
3.	Übergangsregel nach § 353 Abs. 6 KAGB-E.....	35
a.	Produktumstellung bis spätestens 21. Juli 2014 .....	36
b.	Zeitpunkt „Inkrafttreten geänderter Anlagebedingungen“ für geschlossene Fonds unpassend .....	37

c.	§ 351 Abs. 3 KAGB-E nicht im Einklang mit § 32 Abs. 8 VermAnlG-E und § 353 Abs. 8 KAGB-E.....	37
4.	Übergangsregel des § 353 Abs. 8 KAGB-E.....	38
5.	Formulierungsvorschlag für § 353 KAGB-E .....	38
6.	Notwendige Folgeanpassungen in § 32 Abs. 7 und 8 VermAnlG-E .....	40
IV.	Zulässige Vermögensgegenstände / Anlagegrenzen nach § 261 KAGB-E.....	42
1.	Dach- und Zweitmarktfonds .....	42
2.	Investitionen in Darlehen zur Finanzierung von Sachwerten.....	43
3.	Investitionen in offene Spezial-AIF .....	44
4.	Aufnahme von Trusts.....	45
V.	Anlagebedingungen .....	46
1.	Anforderungen an den qualifizierten Mehrheitsbeschluss gem. § 267 Abs. 3 Satz 1 KAGB-E.....	46
2.	Zeitraum zur Entscheidungsfindung der Anleger in § 267 Abs. 3 Satz 5 KAGB-E .....	46
3.	Frist für die Genehmigung von Anlagebedingungen bei geschlossenen Publikums-AIF .....	48
4.	Unklarheiten durch Verweis in die Vorschriften für offene Investmentvermögen.....	48
VI.	Auslagerung, § 36 KAGB-E .....	50
1.	Zu weiter Tatbestand.....	50
2.	EU-rechtskonforme Eingrenzung .....	50
a.	„Muss-Funktionen“ i.S.d. Anhang I, Nr. 1 AIFM-Richtlinie .....	51
b.	„Kann-Aufgaben“ i.S.d. Anhang I, Nr. 2 AIFM-Richtlinie .....	51
c.	Haftung nur bei Pflicht .....	51
3.	Transparenz.....	52
4.	Formulierungsvorschlag .....	52
VII.	Bewertungsregeln.....	54
1.	Bewertungsregeln .....	54
2.	Bewertung bei Investitionen in Vermögenswerte des § 261 Abs. 1 Nr. 2-7 KAGB-E .....	55
3.	Formulierungsvorschlag .....	56
a.	Streichung der Vermögensaufstellungspflicht.....	56
b.	Alternative: Verlängerung der Frist auf sechs Monate.....	56
VIII.	Rechnungslegung im Zusammenspiel mit § 152 KAGB-E .....	58
1.	Künftiger Maßstab: Verkehrswert .....	58
2.	Keine Ermittlungsgrundlage vorhanden.....	58
3.	Sonderfälle sind erfasst .....	58
4.	Lösungsweg: Ausschluss und Publizität .....	59
5.	Folgeänderungen .....	59
6.	Formulierungsvorschlag .....	60
a.	Neufassung des § 152 Abs. 2 KAGB-E (und des § 127 Abs. 2 KAGB-E) .....	60
b.	Streichungen.....	60
7.	Alternative: Anpassung der Zustimmungspflicht zur Rückgewähr von Kommanditeinlagen , § 152 Abs. 2 KAGB-E.....	60
IX.	Vertriebsregeln.....	62
1.	Vertriebsbegriff in § 293 Abs. 1 Satz 1 KAGB-E .....	62
2.	Vertriebsanzeige nach § 316 KAGB-E .....	63

a.	Weitere für den Anleger verfügbare Informationen gem. § 316 Abs. 1 Satz 2 Nr. 5 KAGB-E .....	63
b.	Umfang der Prüfung nach § 316 Abs. 2 und 3 KAGB-E .....	65
c.	Dauer der Prüfung nach § 316 Abs. 2 und 3 KAGB-E .....	66
3.	Prospektierung .....	66
a.	Umfang der Prüfung der Verkaufsprospekte .....	67
b.	Aktualisierungen zum Verkaufsprospekt .....	67
c.	Unklarheiten bzgl. der Mindestangaben im Verkaufsprospekt .....	67
4.	Wesentliche Anlagerinformation (§§ 268, 270 KAGB-E) .....	68
a.	Umfang der Prüfung der wAI .....	68
b.	Unklarheiten bzgl. der Mindestangaben .....	68
c.	Einführung einer spezialgesetzlichen Haftungsregelung entsprechend dem § 22 VermAnlG .....	69
X.	Vorschriften für geschlossene Investmentkommanditgesellschaften .....	71
1.	Ermöglichung von Treuhandgestaltungen bei Spezial-AIF .....	71
2.	Formale Vorgaben gemäß § 150 Abs. 3 KAGB-E .....	71
a.	Schriftformerfordernis .....	71
b.	Erfordernis der Übersendung eines schriftlichen Protokolls .....	72
3.	Technischer Hinweis zu § 153 Abs. 3 KAGB-E .....	72
XI.	Definition semi-professioneller Anleger .....	73
XII.	Erforderliche Anpassungen im Rahmen der Bereichsausnahmen des KWG und WpHG .....	75
XIII.	Erweiterung des § 16 Abs. 5 FinVermV auf AIF .....	77

## A. Vorbemerkung

Die Bundesregierung hat am 12. Dezember 2012 den Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Richtlinie) beschlossen. Die Regeln der AIFM-Richtlinie müssen bis zum 22.07.2013 in deutsches Recht umgesetzt sein.

Das laufende Gesetzgebungsverfahren ist von enormer Relevanz für den Markt der geschlossenen Fonds und die gesamte Fondslandschaft in Deutschland. Die Vorschläge der Bundesregierung führen zu wesentlichen Veränderungen in den heutigen Strukturen. Neben der Einführung der ohnehin schon umfangreichen Regeln aus der AIFM-Richtlinie schlägt die Bundesregierung weitere Regeln vor, die auf Seiten der geschlossenen Publikumsprodukte über die europäischen Vorgaben hinausgehen. Diese betreffen in erster Linie Produktregeln.

Ein Kernanliegen des VGF Verband Geschlossene Fonds e.V. ist es, durch eine Regulierung der Anbieter geschlossener Fonds die Branche auf Augenhöhe mit anderen Kapitalanlagen zu bringen. Insofern befürwortet der Verband den vorgelegten Entwurf, da mit seiner Umsetzung zum 22. Juli 2013 die Anbieter geschlossener Fonds und das Produkt dem vollregulierten Kapitalmarkt angehören werden. Die umfangreiche Regulierung, die geschlossene Fonds nun erwarten dürfen, führt dazu, dass diese in Zukunft nicht mehr dem grauen Kapitalmarkt zuzurechnen sind. Zudem sieht der VGF in dem Reg-E ein klares Bekenntnis zum Finanzierungsvehikel geschlossener Fonds. Für die Marktteilnehmer ist es eine zukunfts- und rechtssichernde Maßnahme, gesetzlich normiert zu sein.

Im Hinblick auf die vorgeschlagenen Regelungen ist es jedoch von zentraler Bedeutung, dass der Entwurf die Balance zwischen notwendigem Anlegerschutz und unternehmerischer Betätigung wahrt. Die Bereitstellung von Investitionskapital durch Fonds als Kapitalsammelstelle ist wichtig und wird zukünftig in einer sich verändernden Banken- und Finanzierungslandschaft eine noch größere Rolle spielen. Auch geschlossene Fonds leisten mit dem Geld professioneller und privater Anleger vor allem in den Bereichen Immobilien- und Infrastruktur sowie beim Ausbau der erneuerbaren Energien, einen wichtigen Beitrag zur deutschen Wirtschaft und für die hiesigen Unternehmen. Dies wird u.a. in einem Gutachten zur Bedeutung von indirekten Immobilienanlagen bestätigt, das die IREBS International Real Estate Business School Universität Regensburg, dort genauer die Professoren Just und Sebastian, am 4. März 2013 vorgelegt hat. In diesem Gutachten wird auf die zentrale Bedeutung von Kapitalsammelstellen wie geschlossenen Fonds für die Investitionstätigkeit der Immobilienwirtschaft hingewiesen. Gleichzeitig machen die Verfasser deutlich, dass mit sämtlichen regulativen Eingriffen durch den Gesetzgeber eine Folgenabschätzung für die Volkswirt-

schaft einhergehen muss (vgl. Just/Sebastian, Volkswirtschaftliche Bedeutung indirekter Immobilienanlagen, IREBS Universität Regensburg, 2013, <http://www.irebs-immobilienakademie.de/aktuelles/meldungen/detail/artikel/irebs-gutachten-unterstreicht-bedeutung-indirekter-immobilienanlagen/>).

Neben der Immobilienwirtschaft spielen geschlossene Fonds exemplarisch auch für die Finanzierung der Energiewende eine wichtige Rolle. Sie finanzieren weltweit pro Jahr Investitionen in erneuerbare Energien von rund 1,5 Mrd. Euro. Auf Deutschland entfällt davon rund ein Drittel. Auf diese Weise haben sich die Investitionen geschlossener Fonds in erneuerbare Energien in den vergangenen zehn Jahren auf rund 7,5 Mrd. Euro summiert. Davon entfielen ca. 3,5 Mrd. Euro auf Investitionen in Photovoltaik-Anlagen und weitere 1,7 Mrd. Euro auf Investitionen in Windkraft-Anlagen. Mit einer Nennleistung im Photovoltaik-Bereich von rund 1.750 MW können so bereits 500.000 Haushalte mit Strom versorgt werden. Die Windkraft-Anlagen haben eine Nennleistung von 1700 MW und decken den Strombedarf von rund 970.000 Haushalten ab.

Deutschland steht als Finanzstandort im europäischen Wettbewerb. Es ist deshalb genau darauf zu achten, welche Regelungen eine 1:1-Umsetzung der Richtlinie sind und welche Regelungen zusätzlich aufgestellt werden. Letztere werden sich stets daran messen lassen müssen, ob sie erforderlich sind und falls ja, welche Auswirkungen sie auf die Wettbewerbsfähigkeit von Finanzunternehmen in Deutschland und Europa haben.

Nicht zuletzt soll mit dem Gesetz auch der Anlegerschutz gestärkt werden. Nach unserer Überzeugung ist das Gesetz geeignet, diesen Zweck zu erfüllen. Das grundsätzliche Erfordernis einer Zulassung der Finanzaufsicht für Fondsgeschäftstätigkeit ist eine gerechtfertigte Markteintrittshürde. Die Ausgestaltung und die Anforderungen an die Unternehmen sind hoch. Von Unternehmen, die um das Geld Dritter werben, dieses treuhänderisch verwalten und investieren, kann erwartet werden, dass sie u.a. Zeugnis über ihre Zuverlässigkeit ablegen sowie „Ross und Reiter“ nennen. Die Einführung eines Mehraugenprinzips z.B. mit der verpflichtenden Verwahrstelle sowie die weitergehende und laufende Berichterstattung sind geeignete Einzelmaßnahmen, um die Wahrscheinlichkeit des Eintritts von Schadensfällen für Anleger zu minimieren. Dies erfordert aber auch eine Aufsicht, die wirkungsvoll das Gesetz anwenden und kontrollieren kann. Am Ende, darüber muss sich auch der Gesetzgeber im Klaren sein, wird das beste Gesetz keinen absoluten Schutz von Anlegern vor dolos handelnden Personen und Unternehmen bieten. Ein Exzess Einzelner rechtfertigt nicht, die ordentlich und professionell arbeitenden Unternehmen mit ihren Produkten – und dies ist die überwiegende, deutliche Mehrheit – unter Generalverdacht zu nehmen.

Stattdessen ist gemeinsam, mit Branche und Politik, an einem wirkungsvollen und verhältnismäßigen Rahmen zu arbeiten. Das AIFM-UmsG ist der richtige Schritt dazu.

## B. Kurzdarstellung ausgewählter wesentlicher Änderungsvorschläge

Die Stellungnahme enthält umfassende Kommentierungen einzelner Regelungen des AIFM-UmsG sowie konkrete Änderungsvorschläge. Viele Kommentierungen beziehen sich auf Detailänderungen. Im Folgenden werden zur Einführung einige ausgewählte wesentliche Vorschläge schlagwortartig dargestellt.

- Soweit der Gesetzgeber eine Begrenzung der Kreditaufnahme einführen will, ist die Höhe von jeweils 60 Prozent marktgerecht. Wenngleich die üblichen Grenzen von Assetklasse zu Assetklasse stark variieren, bilden 60 Prozent einen adäquaten Mittelwert. Eigenkapitalzwischenfinanzierungen, d.h. bilanziell eine 100-Prozent-Fremdfinanzierung im Zeitpunkt der Gründung des Fonds, zu dem noch keine Anleger beigetreten sind, müssen für geschlossene Fonds auch unter dem KAGB-E weiter möglich sein. Dies kann durch eine „zeitliche Abschmelzphase“ bis zur Erreichung der gesetzlichen Leverage-Begrenzung sichergestellt werden. Ferner ist die Verknüpfung von Kreditaufnahme und Belastung praxisfern, da Banken üblicherweise mehr Sicherheiten verlangen als sie Kredit ausgeben. Schließlich sollten auch zusätzliche kurzfristige Kredite bis zu einer gewissen Höhe ermöglicht werden.
- Wir befürworten den Vorschlag der Bundesregierung, die Wahlfreiheit des Anlegers zu erhalten und sowohl risikogemischte als auch nicht risikogemischte Fonds (in der Regel mit einem Sachwert) zuzulassen. Damit haben Anleger weiterhin die Möglichkeit, „Ein-Objekt-Fonds“ zur zielgerichteten Gestaltung ihres Portfolios beizumischen. Die Einführung einer Mindestbeteiligungssumme bei nicht risikogemischten Fonds in Höhe von 20.000 EUR ist unserer Meinung nach ein guter Kompromiss, um wirkungsvoll Kleinanleger zu schützen und die Wahlfreiheit für vermögendere Anleger zu erhalten. Im Einzelnen gibt es bei den Regelungen zur Risikomischung bei geschlossenen Publikums-AIF aber Unklarheiten und Regelungslücken, die bei den Unternehmen schon jetzt zu großen Unsicherheiten führen und den Planungen für neue Produkte entgegen stehen. Der Gesetzgeber muss durch entsprechende Klarstellungen ein Signal in den Markt geben, damit weiterhin volkswirtschaftlich sinnvolle Investitionen getätigt und nicht durch den Gesetzentwurf gehemmt werden.

- Die im KAGB-E enthaltenen Übergangs- und Bestandsschutzvorschriften für vor dem 22. Juli 2013 aufgelegte geschlossene Fonds und ihre Manager sind in mehrfacher Hinsicht äußerst problematisch und wenig praxistauglich. Für eine Vielzahl bestehender Fonds bzw. deren Fondsmanager ist unklar, ob überhaupt, gegebenenfalls ab wann und in welchem Umfang die Neuregelungen des KAGB nach deren Inkrafttreten anwendbar sind. Dies ist in erster Linie auf Unbestimmtheiten und Ungereimtheiten in den einschlägigen Übergangsvorschriften des § 353 KAGB-E zurückzuführen. Hier ist durch eine frühestmögliche Klarstellung Rechtssicherheit zu schaffen. Es ist z.B. nicht nachvollziehbar, warum der Bestandsschutz in § 353 Abs. 1 KAGB-E an die „Ausschließlichkeit“ der Verwaltung von ausinvestierten geschlossenen Fonds geknüpft wird. Die Voraussetzung ist nicht Gegenstand der zugrunde liegenden Richtlinienorm. Weiter ist das Kriterium „zusätzliche Anlagen tätigen“ zu konkretisieren, denn es hat für die unternehmerische Planung und den Schutz der Bestandsanleger eine weichenstellende Bedeutung. Hierauf hatte schon der Normenkontrollrat in seiner Stellungnahme hingewiesen.
- Der Katalog der zulässigen Vermögensgegenstände nach § 261 KAGB-E ist gegenüber dem Diskussionsentwurf vom 20. Juli 2012 aus unserer Sicht sinnvoll überarbeitet worden. Dies betrifft insbesondere die Erweiterung des Kataloges zulässiger Sachwerte, in die ein geschlossener Publikums-AIF nach § 261 Abs. 2 KAGB-E investieren darf. Die grundsätzliche Ausgestaltung als offener, nicht abschließender Katalog lässt zudem Produktinnovationen Raum und ist daher ebenfalls positiv zu bewerten. Das Gesetz sollte aber keinen Zweitmarkt verhindern oder beschränken. Daher ist § 261 Abs. 1 KAGB-E dahingehend zu modifizieren, dass geschlossene AIF auch in Anteile von geschlossenen „Altfonds“ investieren können.
- Bei den gesetzlichen Vorgaben für die Anlagebedingungen geschlossener Publikums-AIF gibt es im Hinblick auf einzelne Regelungen dringenden Anpassungs- und Klarstellungsbedarf. Andernfalls droht der AIF-KVG Handlungsunfähigkeit gerade in Situationen, in denen sie und der AIF im Interesse der Anleger flexibel auf sich verändernde Umstände reagieren müssen. Kritisch bewerten wir ferner, dass die Genehmigung der Anlagebedingungen bei geschlossenen Publikums-AIF innerhalb einer Frist von vier Wochen zu erteilen ist. Diese Frist ist zu lang und führt im Zusammenspiel mit den Fristen des § 316 KAGB-E für AIF mit vorfinanzierten Vermögenswerten zu erheblichen Mehrkosten. Wir erarbeiten derzeit Muster für die Anlagebedingungen, die eine Prüfung erleichtern und den Aufwand begrenzen werden. Das Mus-



ter wird mit der Bundesanstalt abgestimmt. Die vorgesehene Frist für die Genehmigung der Anlagebedingungen sollte auf zwei Wochen verkürzt werden.

- Die Regelung zur Auslagerung ist zu weitgehend. Sie ist begrifflich zu schärfen und orientiert an den EU-Vorgaben der Richtlinie einzugrenzen.
- Die im Reg-E gefundenen Regeln zur Bewertung von geschlossenen Investmentvermögen sind angemessen und sollten beibehalten werden. Dies umfasst auch die Möglichkeit der internen Bewertung bei geschlossenen Publikums-AIF.
- Die Regelungen zum Vertrieb von geschlossenen AIF sind in einzelnen Punkten unklar und nicht praktikabel und sollten noch verändert werden. Neben Klarstellungsbedarf beim Vertriebsbegriff und im Hinblick auf den Prüfungsumfang im Rahmen der Vertriebsanzeige sehen wir insbesondere Schwierigkeiten bei der Dauer dieser Prüfung. Gemäß § 316 Abs. 3 Satz 2 KAGB-E hat die Bundesanstalt die eingereichten Unterlagen und Angaben – darunter insbesondere auch der Verkaufsprospekt und die wesentlichen Anlegerinformationen – daraufhin zu prüfen, ob diese gegen die Vorschriften des KAGB verstoßen. Unklar bleibt, ob die Prüfung der Unterlagen und Angaben einen vergleichbaren Umfang der derzeit nach VermAnlG vorzunehmenden Billigungsprüfung haben soll oder ob damit eine formale Prüfung in Anlehnung an die alten Regelungen zur Gestattung des öffentlichen Angebots nach § 8i Verkaufsprospektgesetz gemeint ist. Hier bedarf es dringend einer Klarstellung im Gesetz, damit die Unternehmen Rechtssicherheit haben. Die Prüfung sollte nicht länger dauern als dies unbedingt erforderlich ist.

## C. Kommentierungen zu den einzelnen Vorschriften

### I. Beschränkung von Leverage und Belastung (§ 263 KAGB-E)

#### 1. 60-Prozent-Grenze marktgerecht

Der Einsatz von Fremdkapital ist wesentlicher Bestandteil der Konzeption geschlossener AIF. Geschlossene AIF investieren regelmäßig in Sachwerte, die bereits im Zeitpunkt der Fondskonzeption angebonden sind. Anleger kennen also konkret den Investitionsgegenstand. Um den Sachwert anzubinden, ist Fremdkapital erforderlich. Darüber hinaus kann mit einem Fremdkapitaleinsatz das Ertragspotenzial für die Anleger gesteigert werden. Ohne die Möglichkeit Fremdkapital einzusetzen, sänke der Ertrag für Anleger. In letzter Konsequenz besteht die Gefahr, dass weniger in Sachwerte in die Volkswirtschaft durch geschlossene AIF investiert wird. Soweit der Gesetzgeber eine Begrenzung der Kreditaufnahme und der Belastung einführen will, ist die Höhe von jeweils 60 Prozent marktgerecht. Wenngleich die üblichen Grenzen von Assetklasse zu Assetklasse stark variieren – beispielsweise liegt bei Anlagen für Erneuerbare Energien der Median der Fremdkapitalquote bei 72 Prozent – bilden 60 Prozent einen adäquaten Mittelwert.

Bislang unbeachtet bleibt jedoch eine Reihe von strukturellen Besonderheiten bei geschlossenen AIF, auf die wir im Folgenden hinweisen möchten. Hierbei fokussieren wir uns auf die Regelungen der Publikums-AIF, da die Auswirkungen dort am weitesten reichen.

#### 2. Zeitpunkt zur Einhaltung der Begrenzungen

Der Regierungsentwurf (im Folgenden: Reg.-E-) trifft keine Aussage, zu welchem Zeitpunkt die vorgegebenen Grenzen eingehalten werden müssen, wie oft eine Überprüfung stattzufinden hat und was die konkreten Rechtsfolgen der Überschreitung sind. Zudem gibt es heute keine gefestigte Verwaltungspraxis für geschlossene Publikums-AIF. Es ist fraglich, ob eine Verwaltungspraxis, die für den Geltungsbereich des Investmentgesetz (im Folgenden: InvG) entwickelt worden ist, in der Form auf geschlossene Publikums-AIF übertragbar ist. Kapitalverwaltungsgesellschaften (im Folgenden: KVG) und AIF sind folglich einer enormen Rechtsunsicherheit ausgesetzt. Wir setzen uns dafür ein, bereits auf Ebene des Gesetzes tragfähige Grundlagen zu etablieren, mit denen die Besonderheiten von geschlossenen Publikums-AIF beachtet werden. Dies möchten wir durch zwei Beispiele verdeutlichen:

- Ein geschlossener Publikums-AIF hat einen unterschriftsreifen Vertrag zur Anschlussvermietung seiner Fondsimmoblie. Voraussetzung für die Vermietung

ist die Herrichtung der Mietflächen und der Immobilie selbst an die spezifischen Vorgaben des neuen Mieters. Hierfür benötigt der Fonds Kapital, das aus der Liquiditätsreserve nicht in der erforderlichen Höhe zur Verfügung steht. Grundsätzlich kann Kapitalbedarf von geschlossenen Publikums-AIF während der Laufzeit nur über die Aufnahme von Fremdkapital gedeckt werden. Im Regelfall werden nach der Platzierung keine Kapitalerhöhungen mehr durchgeführt. Übersteigt die geplante Maßnahme die Leveragegrenze, dürfte sie trotz des zukunftsichernden und im Interesse des Anlegers liegenden Motivs nicht durchgeführt werden, auch wenn das Fremdkapital in absehbarer Zeit wieder zurückgeführt werden würde.

- Geschlossene Publikums-AIF finanzieren die Realwirtschaft und unterliegen daher auch realen Marktschwankungen. Wenn wie derzeit eine Schifffahrtskrise besteht, kann dies auch auf geschlossene Publikums-AIF durchschlagen, die in Schiffe investieren. Soweit Maßnahmen erforderlich werden, die eine Sanierung des AIF fördern und Fremdkapital erforderlich machen, z.B. im Rahmen von Kapitalerhöhungen unter Beteiligung von KVG, Anlegern und Gläubigern, könnte dies bereits an den aufsichtsrechtlichen Vorgaben zur Fremdkapitalbegrenzung scheitern. Dieser Effekt kann nicht Sinn einer gesetzlichen Regelung sein.

In den beispielhaft genannten Situationen wirkt die Leveragebegrenzung eher schädlich als förderlich. Dies konterkariert den Anlegerschutzgedanken, den die künftige Regelung für sich beansprucht. Das Risiko für den Anleger wird unseres Erachtens nicht bereits durch die allgemeine Pflicht der KVG aus § 26 Abs. 1 und Abs. 2 KAGB-E ausgeräumt, wonach die KVG im Interesse der Anleger zu handeln hat. Wenngleich diese allgemeine Pflicht heute nach herrschender Ansicht unter dem Regime des InvG dazu führt, dass sogar ein längeres Überschreiten der Kreditgrenze als unschädlich betrachtet werden kann, wenn es vordergründig im Interesse der Anleger liegt, ist fraglich, ob dies auf der Basis des Reg.-E mangels entsprechender Verlautbarungen und Begründungen im Entwurf nicht auf geschlossene Publikums-AIF übertragen werden kann. Eine entsprechende Klarstellung ist daher unerlässlich.

Wir schlagen daher vor, bei der zeitlichen Dimension zur Einhaltung der Leveragebegrenzung stärker zu differenzieren. Aktuell sieht der Reg-E lediglich vor, dass die Begrenzung der Kreditaufnahme „stets“ einzuhalten sei (vgl. § 263 Abs. 2 i.V.m. § 215 Abs. 1 KAGB-E). Kredithöhe und Wert des geschlossenen Publikums-AIF müssten daher laufend überprüft werden und über die gesamte Laufzeit im Einklang mit den festgelegten Grenzen stehen müssen. Neben den gezeigten wirtschaftlichen Schwierigkeiten erwachsen daraus ferner praktische Hindernisse: da geschlossene Publi-

kums-AIF nach der Richtlinie grundsätzlich nur jährlich eine Bewertung durchführen müssen, erscheint die „stete“ Prüfung der Einhaltung der Leveragebegrenzung schlicht nicht möglich. Wir sprechen uns dafür aus, den Verweis des § 263 Abs. 2 KAGB-E auf § 215 KAGB-E mit der Maßgabe anzuwenden, dass für geschlossene Publikums-AIF eine lediglich jährliche Nachweispflicht gilt. Eine solche Jahresfrist korrespondiert mit der grundsätzlich jährlichen Bewertungspflicht.

### 3. Einsatz von kurzfristigen Krediten

Ferner schlagen wir vor, den Einsatz von kurzfristigen Krediten zu ermöglichen. Hierdurch wird die Handlungsfähigkeit in Ausnahmesituationen gestärkt. Eine ähnliche Regelung gilt bei offenen Immobilienfonds bereits unter heutigem InvG und auch künftig im KAGB (vgl. §§ 254, 230 i.V.m. 199 KAGB-E).

### 4. Eigenkapitalzwischenfinanzierung unberücksichtigt

Geschlossenen Publikums-AIF wird es insbesondere zu Beginn ihrer Laufzeit unmöglich sein, die Fremdkapital-Begrenzung einzuhalten. Das zu platzierende Eigenkapital muss regelmäßig bis zum Ablauf der üblicherweise zwischen drei und 12 Monaten liegenden Platzierungsfrist vorfinanziert werden. Hintergrund ist, dass der Vermögensgegenstand durch den Fonds in aller Regel bereits vor Einwerbung des Anlegerkapitals angekauft wird. Erst wenn die Anleger dem Fonds beitreten und Eigenkapital einbringen, wird dadurch die Zwischenfinanzierung abgelöst. Das bedeutet zwangsläufig, dass zu Beginn der Laufzeit regelmäßig ein Leverage von mindestens 100 Prozent vorliegen wird; werden auch die Erwerbsnebenkosten fremdfinanziert, liegt der Wert sogar noch um weitere 5-10 Prozentpunkte höher. Gleichwohl handelt es sich weder für die kreditgebenden Institute noch für die Anleger um einen "Blind-Pool". Im Gegenteil: Der Vermögensgegenstand des geschlossenen Publikums-AIF ist sogar bereits vorhanden und die damit zusammenhängenden rechtlichen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen können von vornherein hinreichend beurteilt werden.

Nach dem vorliegenden Entwurf des KAGB wäre eine solche Eigenkapital-Vorfinanzierung in Zukunft nicht mehr möglich. Der Entwurf geht anscheinend vom umgekehrten Fall aus, dass erst das gesamte Eigenkapital eingesammelt wird und dann in einem weiteren Schritt investiert wird. Typisches Merkmal geschlossener Publikums-AIF ist aber gerade der vorherige Ankauf von konkreten Vermögensgegenständen. Für den Anleger bedeutet das eine hohe Greifbarkeit des Vermögensgegenstandes und die Möglichkeit, sich im Vorfeld zu seiner Beteiligung mit dem Vermögensgegenstand konkret auseinanderzusetzen. Dies sollte auch weiter möglich sein. Andernfalls müssten geschlossene Publikums-AIF

in Zukunft ausschließlich als "Blind-Pools" konzipiert werden. Neben größerer Intransparenz führte dies je nach Ausgestaltung auch zu höheren Risiken für die Anleger.

Vor diesem Hintergrund schlagen wir vor, die Begrenzungen für die Dauer der Zeichnungsfrist unbeachtet zu lassen. Dieser Umstand sollte auch in den Anlagebedingungen transparent gemacht werden. Im Übrigen sollte die Zustimmungspflicht der Verwahrstelle aus § 84 Abs. 1 Nr. 1 und Nr. 3 KAGB-E hiervon unberührt bleiben. Für die Belastung ist dies direkt in § 263 Abs. 3 KAGB-E geregelt, gleichwohl gilt dies auch für die Kreditaufnahme (vgl. § 84 Abs. 1 Nr. 1 KAGB-E). Unter dem Strich wird damit ein hohes Maß von Anlegerschutz und Konzeptionspraktikabilität erreicht.

## 5. Verknüpfung von Belastung und Kreditaufnahme

Die Regelung des § 263 Abs. 4 KAGB-E verknüpft die Höhe der Kreditaufnahme streng mit der Höhe der Belastung. Die damit geschaffene Parallelität von Kredithöhe und Belastungshöhe ist praxisfern und sollte daher dringend angepasst werden. Es ist marktüblich, dass die fremdfinanzierenden Institute mehr Sicherheiten verlangen, als sie an Kredit ausgeben. Die Höhe von Grundschulden oder anderen dinglichen Sicherheiten wird regelmäßig oberhalb des tatsächlich in Anspruch genommenen Darlehensbetrags vereinbart. Der Reg-E knüpft jedoch die Höhe der Belastung streng an die Höhe der Kreditaufnahme (vgl. § 263 Abs. 4 KAGB-E). Dies entspricht nicht der Marktpraxis und würde geschlossene Publikums-AIF im Wettbewerb deutlich schlechter stellen. Wir weisen an dieser Stelle darauf hin, dass offene Fonds eine solche Regelung unter dem aktuellen InvG nicht einzuhalten haben und dies auch in Zukunft nicht vorgesehen ist (vgl. § 260 Abs. 3 Nr. 3 KAGB-E). Es ist nicht einzusehen, warum an dieser Stelle geschlossene Publikums-AIF anders behandelt werden sollten.

## 6. Kein Verkehrsschutz vorgesehen

Aufsichtsrechtliche Vorgaben sollten die zivilrechtliche Wirksamkeit der geschlossenen Rechtsgeschäfte nicht beeinträchtigen. Vertragsparteien der KVG und des geschlossenen Publikums-AIF sollten in ihrem Vertrauen auf die Wirksamkeit geschützt sein. Dies sollte sowohl hinsichtlich der Verpflichtungs- als auch der Verfügungsgeschäfte gelten. Bei offenen Fonds gilt der Verkehrsschutz auch im Geltungsbereich des KAGB. Auch aus Gründen des Wettbewerbs sollte hier ein Gleichklang geschaffen werden.

7. Formulierungsempfehlung

a. Zu § 263:

**§ 263**

Beschränkung von Leverage und Belastung

(1) Für einen geschlossenen inländischen Publikums-AIF dürfen Kredite nur bis zur Höhe von 60 Prozent des Wertes des geschlossenen Publikums-AIF und nur dann aufgenommen werden, wenn die Bedingungen der Kreditaufnahme marktüblich sind und dies in den Anlagebedingungen vorgesehen ist.

(1a) Ungeachtet von Absatz 1 dürfen für einen geschlossenen inländischen Publikums-AIF zusätzliche kurzfristige Kredite nur bis zur Höhe von 10 Prozent des Wertes des geschlossenen Publikums-AIF und nur aufgenommen werden, wenn die Bedingungen der Kreditaufnahme marktüblich sind und dies in den Anlagebedingungen vorgesehen ist.

(2) Für die Informationspflicht der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft im Hinblick auf das eingesetzte Leverage sowie die Befugnis der Bundesanstalt zur Beschränkung des eingesetzten Leverage einschließlich der diesbezüglichen Mitteilungspflichten der Bundesanstalt gilt § 215 entsprechend. § 215 Abs. 1 gilt mit der Maßgabe, dass die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft der Bundesanstalt mindestens jährlich nachzuweisen hat, dass sie die Begrenzung einhält.

(3) Die Belastung von Vermögensgegenständen im Sinne des § 261 Absatz 1 Nummer 1, die zu einem geschlossenen inländischen Publikums-AIF gehören, sowie die Abtretung und Belastung von Forderungen aus Rechtsverhältnissen, die sich auf diese Vermögensgegenstände beziehen, sind zulässig, wenn

1. dies in den Anlagebedingungen vorgesehen und mit einer ordnungsgemäßen Wirtschaftsführung vereinbar ist und

2. die Verwahrstelle den vorgenannten Maßnahmen zustimmt, weil sie die Bedingungen, unter denen die Maßnahmen erfolgen sollen, für marktüblich erachtet.

(4) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft muss sicherstellen, dass die Belastung nach Absatz 3 ~~nicht höher ist als der Prozentsatz der Kreditaufnahme des geschlossenen inländischen Publikums-AIF und insgesamt~~ 60 Prozent des Verkehrswertes der im geschlossenen Publikums-AIF befindlichen Vermögensgegenstände nicht überschreitet.

(5) Für die Dauer der Vertriebsphase eines geschlossenen Publikums-AIF findet die Begrenzung von Leverage und Belastung keine Anwendung, sofern dies in den Anlagebedingungen entsprechend vorgesehen ist.

(6) Die Wirksamkeit einer Verfügung wird durch einen Verstoß gegen die Vorschriften der Absätze 3 und 4 nicht berührt.

b. Zu § 215 Abs. 1 KAGB-E

§ 215 Abs. 1 KAGB-E sollte wie folgt geändert werden:

**§ 215**

Begrenzung von Leverage durch die Bundesanstalt

(1) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft hat der Bundesanstalt zu zeigen, dass die von der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft ange-setzte Begrenzung des Umfangs des eingesetzten Leverage ange-messen ist und dass sie diese Begrenzung ~~stets~~ einhält.

[...]

## II. Risikomischung

Wir befürworten den Vorschlag des Kabinetts, die Wahlfreiheit des Anlegers zu erhalten und sowohl risikogemischte als auch nicht-risikogemischte Fonds (in der Regel mit einem Sachwert) zuzulassen. Damit haben Anleger weiterhin die Möglichkeit, „Ein-Objekt-Fonds“ zur zielgerichteten Gestaltung ihres Portfolios beizumischen. Der Gesetzentwurf differenziert im Hinblick auf das Schutzniveau nunmehr auch richtigerweise anhand des Kriteriums der Risikomischung und stellt nicht mehr allein auf die Anzahl der Vermögensgegenstände ab. Damit werden Produktvielfalt und Wettbewerb im Sinne des Anlegers und seiner Entscheidungsfreiheit gestärkt.

Die Einführung einer Mindestbeteiligungssumme in Höhe von 20.000 Euro ist unserer Meinung nach ein guter Kompromiss, um wirkungsvoll Kleinanleger zu schützen und die Wahlfreiheit für vermögendere Anleger zu erhalten. Die vorgeschlagene Höhe der Mindestbeteiligungssumme wird auch den Marktgegebenheiten gerecht. Eine höhere Mindestbeteiligungssumme hätte massive Auswirkungen auf den Markt der geschlossenen Investmentfonds in Deutschland und die mit den Fonds verbundenen Investitionen. Wie wir bereits in unserer Stellungnahme zum Diskussionsentwurf des Bundesfinanzministeriums vom 20. Juli 2012 dargelegt haben, hat eine Umfrage bei unseren Mitgliedsunternehmen gezeigt, dass 59 Prozent des Eigenkapitals durch Anleger mit Zeichnungssummen unterhalb 50.000 Euro eingeworben wurde. Würden diese 59 Prozent Eigenkapital nicht mehr zur Verfügung stehen, blieben die mit den Fonds verbundenen Investitionen aus.

Im Hinblick auf folgende Einzelheiten bei den Regelungen zur Risikomischung in § 262 KAGB-E halten wir diese aber für noch nicht ausgereift und sehen noch dringenden Nachbesserungsbedarf:

### 1. Anforderungen bei nicht-risikogemischten Fonds gemäß § 261 Abs. 2 Satz 1 Nr. 2b KAGB-E

Der nicht-risikogemischte Fonds steht einem Privatanleger nur dann zur Verfügung, wenn er sich zum einen verpflichtet, sich mit mindestens 20.000 Euro zu beteiligen und zum anderen die Anforderungen des § 1 Abs. 19 Nr. 33 Buchstabe a Doppelbuchstabe bb) bis ee) erfüllt sind. Danach hat die AIF-KVG dem Anleger u.a. schriftlich zu bestätigen, dass sie den Sachverstand, die Erfahrung und die Kenntnisse des Anlegers bewertet hat, sowie davon überzeugt ist, dass der Anleger in der Lage ist, seine Anlageentscheidungen selbst zu treffen, die damit einhergehenden Risiken versteht und dass eine solche Verpflichtung für den betreffenden Anleger angemessen ist.



Diese Regelung ist in der Praxis aus unserer Sicht nicht praktikabel und zudem für den Anlegerschutz nicht erforderlich: Die AIF-KVG ist der Verwalter (Manager) des Fonds. Sie ist in der Regel auch der „Hersteller“ und Konzeptionär des Fonds. Der Vertrieb des Fonds an Anleger erfolgt über Intermediäre wie Banken und bankenunabhängige Einrichtungen. Die KVG eines Publikums-AIF hat keinen unmittelbaren Kontakt und Zugang zu ihren potenziellen Anlegern. Der Anlegerkontakt ist Geschäftsgrundlage der Vertriebe und wird von diesen auch entsprechend geschützt. Beispielsweise ist durch Regelungen in Vertriebsvereinbarungen verboten, dass ein Fondsanbieter direkt Kontakt mit Kunden von Banken aufnimmt. Die KVG – oder der AIF selbst – schließt also mit Vertriebspartnern wie z.B. Banken, Sparkassen oder dem bankenunabhängigen Vertrieb Vertriebsvereinbarungen ab. Letztere treten dann mit den potenziellen Anlegern in Kontakt und führen die Beratung oder Vermittlung durch. Im Rahmen des Beratungsverhältnisses sind die Vertriebe schon heute nach den Regelungen des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) verpflichtet, den Kunden zu „explorieren“, d.h. nach seinem Vermögensstand, seinen Erfahrungen mit Anlagen und nach seinen Zielen zu fragen. Wenn die KVG aber keinen direkten Zugang zum Kunden hat, dann stellt die Erfüllung der Pflichten des § 1 Abs. 19 Nr. 33 Buchstabe a Doppelbuchstabe bb) bis ee) sie vor große Schwierigkeiten bei der praktischen Umsetzung und Erfüllung.

Eine (nach der obligatorischen WpHG-Abfrage durch den Vertrieb) quasi zweite nachgelagerte Prüfung der Kenntnisse, Erfahrungen und Risikotragfähigkeit des Kunden ist unseres Erachtens aus verschiedenen Gründen auch nicht erforderlich:

Wie bereits dargestellt müssen Banken, Sparkassen und die § 34f GewO-Vermittler eigene Pflichten bei der Beratung und Vermittlung erfüllen, insbesondere haben sie die nach dem WpHG bzw. der FinVermV erforderliche Geeignetheits- bzw. Angemessenheitsprüfung vorzunehmen. Die Prüfung und Bewertung des Sachverstands, der Kenntnisse und Erfahrungen sowie im Fall der Beratung die Risikobereitschaft des am Erwerb Interessierten, erfolgt somit schon beim Vertriebspartner, der näher am Kunden ist und über die erforderlichen Informationen verfügt.

Durch den derzeitigen Reg-E würden Privatanleger den semi-professionellen Anlegern quasi gleichgestellt werden. Mit anderen Worten: Der nicht-risikogemischte Fonds würde zu einem „Quasi-Spezialfonds“ werden. Anders als bei den Spezial-AIF gelten für die Publikums-AIF aber verschiedene Produktregeln: Sie dürfen nur in bestimmte Vermögensgegenstände investieren und haben bestimmte Grenzen beim Leverage und den Währungsrisiken einzuhalten. Diese Anforderungen gelten ganz unabhängig davon, ob der Grundsatz der Risikomischung nach § 262 KAGB-E eingehalten wird

oder nicht. Auch der Publikums-AIF ist damit ein durchreguliertes Produkt und insofern nicht vergleichbar mit einem Spezial-AIF. (Auch für die semi-professionellen Anleger sind die Vorgaben des § 1 Abs. 19 Nr. 33 a) bb) bis ee) problematisch, siehe hierzu die Ausführungen unter XI.).

Zudem sieht das KAGB-E Warnhinweise vor, die für sich genommen geeignet sind, beim Anleger die nötige Aufmerksamkeit und das Bewusstsein für das erhöhte Ausfallrisiko mangels Risikomischung zu schaffen. Gemäß § 262 Abs. 2 Satz 2 KAGB-E müssen entsprechende Risikohinweise im Verkaufsprospekt und in den wesentlichen Anlegerinformationen (wAI) an hervorgehobener Stelle aufgenommen werden.

Zudem hat der Anleger nach § 1 Abs. 19 Nr. 33 Buchstabe a) Doppelbuchstabe bb) KAGB-E eine vom Vertragsdokument getrennte, schriftliche Erklärung abzugeben, dass er sich über die Risiken bewusst ist. Diese Erklärung ist zusammen mit den Warnhinweisen nach § 262 Abs. 2 Satz 2 KAGB-E geeignet, ein entsprechendes Risikobewusstsein beim Anleger zu erzeugen. Die Einhaltung dieser Voraussetzungen wäre für die AIF-KVG auch umsetzbar, indem sie beispielsweise ihre Vertriebspartner in der Vertriebsvereinbarung zur Einholung der Erklärung im Rahmen der Beratungsdokumentation verpflichtet.

**§ 262 Absatz 2 Nr. 2 b) KAGB-E sollte daher wie folgt angepasst werden:**

**§ 262**  
Risikomischung

(...)

(2) Abweichend von Absatz 1 darf die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft für den geschlossenen inländischen Publikums-AIF ohne Einhaltung des Grundsatzes der Risikomischung investieren, wenn

1. sie für den geschlossenen inländischen Publikums-AIF nicht in Vermögensgegenstände im Sinne des § 261 Absatz 1 Nummer 4 investiert und
2. die Anteile oder Aktien dieses AIF nur von solchen Privatanlegern gehalten werden,
  - a) die sich verpflichten, mindestens 20 000 Euro zu investieren, und
  - b) für die die in § 1 Absatz 19 Nummer 33 Buchstabe a) Doppelbuchstaben bb) ~~bis ee)~~ genannten Voraussetzungen erfüllt sind ist.

Wenn für den geschlossenen inländischen Publikums-AIF ohne Einhaltung des Grundsatzes der Risikomischung investiert wird, müssen der Verkaufsprospekt und die wesentlichen Anlegerinformationen an hervorgehobener Stelle auf das Ausfallrisiko mangels Risikomischung hinweisen.

## 2. Zum Grundsatz der Risikomischung nach § 262 Abs. 1 KAGB-E

Der Gesetzentwurf stellt mit § 262 Abs. 1 KAGB-E spezifische Kriterien für die Risikomischung bei geschlossenen Publikums-AIF auf. Dies wird der Unterschiedlichkeit der durch das KAGB geregelten Fondsvehikel sowie der Unterschiedlichkeit der zugelassenen Vermögensgegenstände gerecht. Wir befürworten zudem, dass bei dem Grundsatz der Risikomischung insbesondere auch qualitative Kriterien vorgesehen sind. Wesentlich ist aus unserer Sicht, dass die risikomischenden Elemente auch innerhalb eines Vermögensgegenstandes vorliegen können. So kann beispielsweise auch ein Einkaufscenter mit 40 Mietern, deren Bonität gesichert ist und deren Mietverträge unterschiedlich lang laufen, eine angemessene Streuung des Ausfallrisikos vorweisen.

Im Einzelnen gibt es bei den Regelungen zur Risikomischung bei geschlossenen Publikums-AIF aber Unklarheiten und Regelungslücken, die bei den Unternehmen schon jetzt zu großen Unsicherheiten führen und die Planungen für neue Produkte entgegen stehen.

- a. Unklarheiten bzgl. § 262 Abs. 1 Satz 2 Nr.1 KAGB-E – Kriterium der im Wesentlichen gleichmäßigen Verteilung der Anteile von Sachwerten am Wert des gesamten AIF

Die Vorgabe in § 262 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 KAGB-E, wonach die Anteile jedes einzelnen Sachwerts am Wert des gesamten AIF im Wesentlichen gleichmäßig verteilt sein müssen, ist unklar und wirft Fragen auf. Auch die Ausführungen in der Gesetzesbegründung liefern der AIF-KVG nur wenige Orientierungspunkte. Für die AIF-KVG ist es angesichts der weitreichenden Voraussetzungen für nicht-risikogemischte Publikums-AIF im Rahmen des Vertriebs entscheidend, Planungs- und Rechtssicherheit zu haben. Sie muss bei der Konzeption des Publikums-AIF und bei der Anbindung der Investitionsobjekte sicher gehen können, dass ihre Wahl der Sachwerte, in die der AIF investiert, den Grundsätzen der Risikomischung entspricht.

Schon bei einem Publikums-AIF mit drei Sachwerten ist unklar, welche prozentualen Verteilungen als risikogemischt anzusehen wären, um dem Kriterium einer im Wesentlichen gleichmäßigen Verteilung gerecht zu werden. Laut der Gesetzesbegründung soll durch das Kriterium der gleichmäßigen Verteilung sichergestellt werden, dass der Anteil eines Sachwerts nicht nahezu den Wert des Fonds ausmacht, während die beiden anderen Sachwerte nicht ins Gewicht fallen. Unklar bleibt aber, welchen Wert der Anteil eines Sachwerts maximal haben darf. **Eine Klarstellung bzw. nähere Orientierungspunkte durch die Finanzdienstleistungsaufsicht sind möglichst schnell sicher-**

**zustellen, da die Konzeption von Anlageprodukten für das dritte und vierte Quartal 2013 bereits jetzt vorzunehmen ist.**

Noch größere Schwierigkeiten wirft die Regelung für einen Publikums-AIF auf, der in eine Vielzahl von Sachwerten investiert. Unseres Erachtens ist die Regelung bei rigider Anwendung nicht zielführend. So könnte bei einer engen Auslegung der Vorschrift ein Fonds mit fünf Sachwerten, bei dem die Anteile mit 30%, 30%, 30%, 5% und 5% verteilt sind, als nicht risikogestreut anzusehen sein, während ein AIF mit drei Sachwerten und einer Verteilung von 35%, 35% und 30% der Vorschrift entsprechen dürfte. Im Hinblick auf die Streuung des Ausfallrisikos steht die erste Konstruktion der zweiten aber nicht nach.

Auch wenn die erste Konstruktion ggfs. unter die Alternative des § 262 Abs. 1 Satz 2 Nr. 2 KAGB-E fallen würde, hätte hier die AIF-KVG anders als bei der Alternative des § 262 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 KAGB-E keine gleichwertige Planungssicherheit, da die Nr. 2 auf das vage Kriterium der „wirtschaftlichen Betrachtungsweise“ abstellt, dessen Auslegung ebenfalls Fragen aufwirft. Dieser Rechtsbegriff ist unbestimmt und bietet wenig Anhaltspunkte, an denen sich die Unternehmen orientieren können. **Eine Klarstellung dieses Begriffes – zumindest durch die Aufsichtsbehörde – sollte schnellstmöglich erfolgen.**

**Auch sollte eine Klarstellung durch die Finanzdienstleistungsaufsicht erfolgen, dass das Kriterium der im Wesentlichen gleichmäßigen Verteilung bei Publikums-AIF mit mehr als drei Objekten nur ausschließen soll, dass der Anteil eines Sachwerts nahezu den Gesamtwert des AIF ausmacht, dagegen aber nicht gefordert wird, dass alle Anteile in einem gleichen Verhältnis zueinander stehen.**

- b. Unklarheiten bei den Vorgaben der Risikomischung für Vermögensgegenstände nach § 262 Abs. 1 Satz 2 KAGB-E, die keine Sachwerte sind

Der Grundsatz der Risikomischung gilt als erfüllt, wenn eine der beiden Alternativen des § 262 Abs. 1 Satz 2 KAGB-E gegeben ist. Die Voraussetzungen des § 262 Abs. 1 Nr. 1 KAGB-E sind gegenüber der Nr. 2 klarer definiert. Die AIF-KVG kann bei der Konzeption davon ausgehen, dass ein Publikums-AIF dann risikogemischt ist und daher ohne Einschränkungen an Privatanleger vertrieben werden darf, wenn der AIF in mindestens drei Sachwerte investiert, wobei die Anteile der Sachwerte im Wesentlichen gleich verteilt sein müssen.

Die Beschränkung auf Sachwerte trägt die Gefahr, zu nicht sachgerechten Ergebnissen zu führen und führt bei der AIF-KVG zu Planungsunsicherheit. Gerade bei Immobilienfonds investiert der AIF aus grunderwerbssteuerlichen Gründen häufig nicht in die Immobilie selbst, sondern in Objektgesellschaften, die ihrerseits die Immobilie erworben haben. Damit würde der AIF zwar in einen zulässigen Vermögensgegenstand nach § 261 Abs. 1 Nr. 3 KAGB-E investieren. Die Frage, ob der Grundsatz der Risikomischung eingehalten wird oder nicht, würde sich jedoch allein nach der wesentlich unschärferen Regelung des § 262 Abs. 1 Nr. 2 KAGB-E beurteilen. So macht es für die Streuung des Ausfallrisikos keinen Unterschied, ob in die Sachwerte direkt oder aber mittelbar über Objektgesellschaften investiert wird. Dieser Gedanke gilt auch für Investitionen in die weiteren Vermögensgegenstände nach § 261 Abs. 1 KAGB-E wie z.B. für Dachfondskonstruktionen nach Nr. 5 oder Nr. 6.

**Es ist sicherzustellen, dass die für Sachwerte geltenden grundsätzlichen Festlegungen aus § 262 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 KAGB-E auch im Rahmen der Nr. 2 für Investitionen in die weiteren Vermögensgegenstände Berücksichtigung finden.** Die AIF-KVG benötigen bei der Konzeption unbedingt Planungssicherheit. Es muss klargestellt werden, dass der Grundsatz der Risikomischung im Lichte des § 262 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 KAGB-E erfüllt ist, wenn die Investition (über eine Objekt- oder Zweckgesellschaft) mittelbar in mindestens drei Sachwerte erfolgt, deren Anteile am Wert des gesamten AIF im Wesentlichen gleich verteilt sind.

c. Fehlende Regelungen bis zum Erreichen der Risikomischung für Anlaufzeit und Liquidation des AIF

Der Gesetzentwurf lässt offen, was die AIF-KVG im Hinblick auf den Grundsatz der Risikomischung bei Beginn und bei Liquidation des Publikums-AIF zu beachten hat.

Für die Anlaufphase fehlt eine dem § 244 KAGB-E entsprechende Vorschrift. So gilt für die offenen Immobilien-Sondervermögen, dass die Vorgaben für die Risikomischung erst nach Ablauf einer Frist von vier Jahren seit Bildung des Sondervermögens zu erfüllen sind. Dies sollte auch für die AIF-KVG von geschlossenen Publikums-AIF gelten. Es ist kein Grund ersichtlich, warum diese nicht auch die Möglichkeit haben sollten, größere Portfolien mit mehreren Investitionsobjekten aufzubauen. Schon mit Beginn des Vertriebes an Privatanleger bereits alle Objekte angebonden zu haben, ist bei einer geplanten Investition in eine Vielzahl von Sachwerten wirtschaftlich kaum praktikabel. Sollte die Regelungslücke zur Anlaufzeit nicht entsprechend des Gedankens des § 244 KAGB-E aufgehoben werden, würde dies einen massiven Wettbewerbsnachteil für die geschlossenen Publikums-AIF bedeuten.

**Wir schlagen daher vor, das Gesetz um einen § 262a KAGB-E zu ergänzen:**

### **§ 262a KAGB**

#### Anlaufzeit

Soweit die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft beabsichtigt für einen Publikums-AIF nach dem Grundsatz der Risikomischung zu investieren, hat sie innerhalb einer Frist von vier Jahren seit Beitritt des ersten Anlegers die Vorgaben nach § 262 Abs. 1 zu erfüllen. § 262 Abs. 2 Satz 2 gilt entsprechend.

Durch Satz 2 des § 262a KAGB-E wird klargestellt, dass im Sinne des Anlegerschutzes und der Transparenz die am Erwerb Interessierten auf die (noch) fehlende Risikomischung hinzuweisen sind.

Der Gesetzgeber sollte zudem Regelungen für die Liquidationsphase des AIF aufnehmen. Anders als bei einem Sondervermögen, das auf unbestimmte Zeit zu bilden ist, beinhaltet das Modell eines geschlossenen Fonds eine zeitlich befristete Laufzeit und dessen Liquidation. Flexibilität bei der Abwicklung der KG ist wichtig. Ein geschlossener Publikums-AIF sollte nicht gezwungen sein, alle Sachwerte auf einmal zu verkaufen. Ihm sollte auch hier eine gewisse Zeitspanne eingeräumt werden, im Rahmen der Abwicklung seine Vermögensgegenstände zu veräußern, ohne dass er dadurch gegen seine Verpflichtungen nach § 262 KAGB-E verstößt.

**Wir schlagen daher vor, das Gesetz um einen § 262b KAGB-E zu ergänzen:**

### **§ 262b**

#### Risikomischung bei Liquidation

Der Grundsatz der Risikomischung nach § 262 Abs. 1 KAGB-E ist nach Beschluss der Gesellschafter zur Liquidation des Publikums-AIF nicht mehr anzuwenden.

### III. Übergangs- und Bestandsschutzvorschriften für geschlossene Fonds nach § 353 KAGB-E

Die im KAGB-E enthaltenen Übergangs- und Bestandsschutzvorschriften für vor dem 22. Juli 2013 aufgelegte geschlossene Fonds und ihre Manager sind in mehrfacher Hinsicht äußerst problematisch und wenig praxistauglich. Für eine Vielzahl bestehender Fonds bzw. deren Fondsmanager ist unklar, ob überhaupt, gegebenenfalls ab wann und in welchem Umfang die Neuregelungen des KAGB nach deren Inkrafttreten anwendbar sind. Dies ist in erster Linie auf Unbestimmtheiten und Ungereimtheiten in den einschlägigen Übergangsvorschriften des § 353 KAGB-E zurückzuführen.

Mit besonderer Sorge betrachten wir zudem, dass sogar zum Stichtag des 22. Juli 2013 ausinvestierten und damit „eigentlich“ Bestandsschutz genießenden geschlossenen Fonds, aufgrund von Investitionstätigkeiten anderer Fonds nach Ablauf des Stichtages mehr oder minder zufällig die nachträgliche Anwendung des KAGB droht (s.u. Ziff. 1.a.i.).

Geschlossene Bestandsfonds müssen frühzeitig Rechtsklarheit haben, da eine etwaige Anwendung des KAGB mit einem erheblichen Umstellungs- und Umstrukturierungsaufwand verbunden wäre. Dies gilt insbesondere angesichts der gesellschaftsrechtlichen Struktur geschlossener Fonds, durch die im Regelfall Gesellschafterbeschlüsse erforderlich werden. Kann der Umstrukturierungsprozess aufgrund des finanziellen Aufwandes und der knapp bemessenen Zeit nicht bestritten werden, käme es zu Fondsabwicklungen und dadurch zu unverhältnismäßigen finanziellen Nachteilen für die Fonds und deren Anleger. Durch frühzeitige Klarheit und Rechtssicherheit bei den einschlägigen Übergangsbestimmungen können Zwangsabwicklungen vermieden und Umstrukturierungen besser gesteuert werden.

Für die Planung und Konzeption neuer geschlossener Fonds ist ein erforderlicher Planungsvorlauf von mehreren Monaten zu berücksichtigen. In Ermangelung von Rechtssicherheit bei den Übergangsvorschriften besteht in der Praxis bereits seit Veröffentlichung des Diskussionsentwurfs zum AIFM-UmsG am 20. Juli 2012 eine hohe Verunsicherung. Viele Anbieter geschlossener Fonds scheuen aufgrund der Unklarheiten Neuinvestitionen bzw. die Neuauflage von geschlossenen Fonds noch vor dem 22. Juli 2013. Dies hat seit Mitte 2012 zu einer spürbaren Reduzierung der Produktaktivitäten und damit der Anlagemöglichkeiten für Privatanleger geführt.

Im Einzelnen:

## 1. Bestandsschutzregelung des § 353 Abs. 1 KAGB-E

§ 353 Abs. 1 KAGB-E räumt Managern und den von ihnen verwalteten Fonds vollumfänglichen Bestandsschutz ein, d.h. eine Befreiung von den Vorschriften des KAGB-E, sofern sich die Verwaltung *ausschließlich* auf geschlossene Fonds erstreckt, bei denen *keine zusätzlichen Anlagen* getätigt werden.

### a. Ausschließlichkeit

Es ist nicht nachvollziehbar, warum der Bestandsschutz in § 353 Abs. 1 KAGB-E an die Ausschließlichkeit der Verwaltung von ausinvestierten geschlossenen Fonds geknüpft wird. Die Voraussetzung ist nicht Gegenstand der zugrunde liegenden Richtliniennorm, des Art. 61 Abs. 3. Vor allem aber wirft die Vorgabe erhebliche praktische Probleme auf:

#### i. Infektionsgefahr

Anknüpfend an das Kriterium einer ausschließlichen Verwaltung und ausweislich der Gesetzesbegründung hat sich eine AIF-KVG, die nur einen Fonds verwaltet, der nicht die Bedingungen des § 353 Abs. 1 KAGB-E erfüllt, den Vorschriften des KAGB-E zu unterwerfen (Vgl. Gesetzesbegründung zum Regierungsentwurf für das AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294, S. 531). Der Gesetzgeber scheint insofern von einer Infizierung ausgehen, als dass bei nicht ausschließlicher Verwaltung vermeintlich geschützter – da ausinvestierter – Fonds die Regelungen des KAGB übergreifen würden.

**Einer solchen „Infektionsgefahr“ für Bestandsfonds stehen wir mit äußersten Bedenken gegenüber.** Dies soll durch folgendes Beispiel verdeutlicht werden:

Ein Fondsmanager verwaltet 30 Bestandsfonds, die seit dem 21. Juli 2013 bis zum Zeitpunkt 1. Januar 2016 keine zusätzlichen Anlagen tätigen und somit zunächst vollumfänglichen Bestandsschutz im Sinne des § 353 Abs. 1 KAGB-E genießen. Am 2. Januar 2016 tätigt Bestandsfonds X eine zusätzliche Anlage. Fonds X würde hierdurch unzweifelhaft seinen Bestandsschutz verlieren. Ausgehend von einer Infizierung im Sinne der Gesetzesbegründung (s.o.) würden aber auch alle weiteren 29 verwalteten Bestandsfonds angesteckt werden und hätten sich nachträglich (im Jahr 2016!) den Vorschriften des KAGB zu unterwerfen, obwohl sie selbst überhaupt keine weiteren Anlagen getätigt haben. Von einer solchen Infizierung könnten 20-30 Jahre alte, längst ausinvestierte Bestandsfonds betroffen sein, deren Anleger im Zeitpunkt ihres Beitritts keinerlei Kenntnis von einer AIFM-Regulierung hatten. Sie müssten die KAGB-Regelungen mit allen ihren wirtschaftlichen Konsequenzen (etwa nicht geplante Kos-



ten für eine zu bestellende Verwahrstelle, Rechnungslegung etc.) tragen, nur weil ein anderer Fonds eine zusätzliche Anlage tätigt, der mehr oder weniger zufällig durch den gleichen Fondsmanager verwaltet wird. Hinzu käme, dass die Gesellschafter dieser „eigentlich“ Bestandsschutz genießenden AIF in der Regel auf einmal mit einem (externen) AIFM konfrontiert würden, den sie gar nicht bestellt haben. Aufgrund bestehender gesellschaftsvertraglicher Abreden könnten sie auf diesen häufig nicht ohne weiteres „umstellen“.

Sollte der Gesetzgeber am Kriterium der Ausschließlichkeit festhalten und tatsächlich von einer Infizierungsgefahr ausgehen, halten wir im Übrigen die Erwähnung der Infizierung lediglich im Rahmen der Gesetzesbegründung für äußerst bedenklich. Angesichts der rechtlichen Tragweite sollte eine – der Sache nach entschieden abzulehnende – Infizierung in jedem Fall auf gesetzlicher Ebene geregelt sein. Dies gilt insbesondere für den Umfang der durch die Infizierung gegebenenfalls anzuwendenden KAGB-Vorschriften.

Wir möchten ferner darauf hinweisen, dass wie schon die Ausschließlichkeit auch die Infizierung nicht durch Art. 61 Abs. 3 AIFM-RL gefordert wird.

#### ii. Erforderliche Trennung des Fondsmanagements

Um dem Kriterium der Ausschließlichkeit gerecht zu werden und eine damit verbundene Infizierung zu vermeiden, werden Anbieter geschlossener Fonds bestrebt sein, die Verwaltung bestandsgeschützter – da ausinvestierter – geschlossener Fonds vom Management derjenigen Fonds zu trennen, die keinen Bestandsschutz genießen (weiterhin investierende Fonds oder neu aufgelegte Fonds im Sinne des § 343 Abs. 3 Satz 4 i.V.m. Abs. 5 KAGB-E). In diesem Kontext ist nicht geklärt, wie und in welchem Umfang eine solche Trennung mit Blick auf die Ausschließlichkeit erforderlich wäre. Wäre etwa eine strukturelle und organisatorische Trennung des geschützten Bestandsgeschäfts vom Neugeschäft innerhalb eines Unternehmens ausreichend oder bedarf es einer unternehmerischen Trennung in Form zweier Managementgesellschaften? Angesichts der drohenden Rechtsfolgen einer möglichen Infizierung ist an dieser Stelle Rechtsklarheit dringend erforderlich.

Unabhängig davon, inwieweit eine Trennung im vorstehenden Sinne vollzogen werden müsste, hätte eine solche Trennung zur Konsequenz, dass das Bestandsgeschäft in jedem Fall nicht durch eine beaufsichtigte und regulierte KVG verwaltet werden würde.

Würde die Ausschließlichkeit der Bestandsfonds-Verwaltung hingegen nicht durch § 353 Abs. 1 KAGB-E gefordert, wäre eine solche Trennung – gleich welcher

Art – von vornherein nicht erforderlich. Dies würde in der Praxis dazu führen, dass auch die Bestandsfonds durch die zugelassene KVG verwaltet werden könnten. Die Anleger der Bestandsschutz genießenden Fonds würden insofern indirekt von der Verwaltung durch eine beaufsichtigte KVG profitieren.

iii. Kriterium der Ausschließlichkeit konterkariert § 343 Abs. 3 KAGB-E

§ 343 Abs. 3 KAGB-E ermöglicht der AIF-KVG unter bestimmten Voraussetzungen bereits unmittelbar nach dem Stichtag des Inkrafttretens des Gesetzes bis zum 21. Januar 2015 ohne Erlaubnis neue AIF zu verwalten und zu vertreiben. Die Regelung des § 343 Abs. 3 KAGB-E ist erst durch den Regierungsentwurf in das KAGB aufgenommen worden. Sie darf als Reaktion auf die gegenüber der Fassung des Diskussionsentwurfs geäußerte Befürchtung verstanden werden, nach der Anbieter geschlossener Fonds durch das Verfahren zu Erlaubniserteilung und die sich anschließenden Verfahren zur Genehmigung der Anlagebedingungen bzw. der Vertriebsanzeige bis zu 9 Monate nach dem 21. Juli 2013 keine neuen Fonds hätten anbieten bzw. vertreiben können.

Vor diesem Hintergrund ist der neu eingeführte § 343 Abs. 3 KAGB-E zunächst positiv zu bewerten. Das in § 343 Abs. 3 KAGB-E eingeräumte Recht zum Vertrieb und zur Verwaltung ohne Erlaubnis wird allerdings wie schon in § 343 Abs. 1 KAGB-E daran geknüpft, dass die AIF-KVG bereits vor dem 22. Juli 2013 Tätigkeiten im Sinne des § 20 KAGB-E ausgeübt hat. Diese Vorgabe ist unter Berücksichtigung der Vorgaben des Art. 61 Abs. 1 AIFM-RL zwar konsequent. Infolge des Erfordernisses der Ausschließlichkeit und der hierdurch erforderlichen Trennung der Verwaltung neu aufgelegter Fonds von der Verwaltung bestandsgeschützter Fonds nach § 353 Abs. 1 KAGB-E droht die Übergangsregel des § 343 Abs. 3 KAGB-E jedoch leer zu laufen.

So wird die für die Verwaltung und den Vertrieb neuer geschlossener Fonds eingerichtete „Neu-KVG“ im Regelfall nur schwer nachweisen können, dass sie bereits vor dem 22. Juli 2013 Tätigkeiten im Sinne des § 20 KAGB-E ausgeübt hat. Um dem Erfordernis einer ausschließlichen Verwaltung im Sinne des § 353 Abs. 1 KAGB-E gerecht zu werden, „darf“ die „Neu-KVG“ (nach dem Stichtag) gerade keine Bestandsfonds im Sinne des § 353 Abs. 1 KAGB-E verwalten. Andernfalls würde ihnen der Bestandsschutz durch Infizierung verloren gehen. Ist es der „Neu-KVG“ nach dem 22. Juli 2013 nicht möglich, bestandsgeschützte Fonds im Sinne des § 353 Abs. 1 KAGB-E zu verwalten, wird sie den Nachweis vor dem 22. Juli 2013 ausgeübter Tätigkeiten, also der Verwaltung von (Bestands-)Fonds vor dem Stichtag genauso wenig bzw. nur unter in der Praxis kaum konstruierbaren Voraussetzungen erbringen können.

**§ 353 Abs. 1 KAGB-E sollte nicht die ausschließliche Verwaltung voraussetzen, nicht zuletzt damit „Neu-KVGen“ von § 343 Abs. 1 KAGB-E zur Vermeidung eines u.U. existenzbedrohenden „Vertriebsloches“ in der Praxis entsprechend der gesetzgeberischen Intention Gebrauch machen können.**

iv. Empfehlung

Das Kriterium der Ausschließlichkeit sollte aus den unter i. bis iii. genannten Gründen gestrichen werden (**s. hierzu den Formulierungsvorschlag unter 5.**)

Für den Fall, dass der Bestandsschutz des § 353 Abs. 1 KAGB-E weiterhin an die *ausschließliche* Verwaltung geknüpft wird, sollte eine Infektionsgefahr ausgeschlossen bzw. eingeschränkt werden. In jedem Fall bedürfte es bei einer Beibehaltung der Infi-zierung weiterer Konkretisierungen. Diese sollten dann unbedingt auf Gesetzeszebene erfolgen.

b. Keine zusätzlichen Anlagen tätigen

Das Kriterium hat für die unternehmerische Planung und den Schutz der Bestandsanleger eine weichenstellende Bedeutung und sollte unbedingt näher definiert werden.

i. Intention des Europäischen Richtliniengebers

§ 353 Abs. 1 KAGB-E geht auf Art. 61 Abs. 3 AIFM-RL zurück. Ziel des Europäischen Richtliniengebers war es, die heute bestehenden geschlossenen Fonds vor niemals einkalkulierten Kosten für die Erfüllung des AIFM-Regimes zu schützen. Mit Laufzeiten von 15-20 Jahren brauchen gerade diese Fonds eine spezielle Schutznorm, um sie vor Liquiditätsengpässen zu bewahren, die Compliance-Kosten hervorrufen würden. Die Entscheidung für eine solche Schutznorm fiel in allererster Linie aus Anleger-schutzgründen, denn es sind einzig die bestehenden Anleger, die die Mehranforde-rungen der AIFM-RL bzw. des KAGB bezahlen müssen.

Die Umsetzung der Übergangsregeln für geschlossene Fonds sollte den Vertrauens-schutz der Anleger, dem die EU ausdrücklich Geltung verliehen hat, konsequent Rechnung tragen. Vor diesem Hintergrund sollte bei der Auslegung unbedingt Fol-gendes beachtet werden:

Bei deutschen geschlossenen Fonds steht der Investitionsgegenstand typischerweise von vornherein fest oder er ist regelmäßig bereits stark konkretisiert. So ist zumeist von Beginn an klar, dass bspw. in eine ganz konkrete Immobilie in einer bestimmten Stadt für eine bestimmte Laufzeit investiert werden soll. Um die typische Konstellation für deutsche geschlossene Fonds klar von anderen weiter investierenden geschlossenen

Fonds (bspw. im Vereinigten Königreich) abzugrenzen, wählte man die Begrifflichkeit „keine zusätzlichen Anlagen tätigen“. Diese zusätzlichen Anlagen bezogen sich folglich immer auf die Portfolioebene, das bedeutet, dass der Fonds selbst keine weiteren („zusätzlichen“) Assets (z.B. weitere Immobilien) kauft oder verkauft, sondern dass das von vornherein feststehende Objekt für die Laufzeit des Fonds bewirtschaftet wird.

Die Umsetzungsdebatte zeigt nun, dass die Begrifflichkeit auch weiter ausgelegt werden könnte. Diskutiert wird, ob nicht bereits Anlagen auf Asset-Ebene bis hin zu Instandhaltungs-, Umbau- und Sanierungsmaßnahmen als zusätzliche Anlagen zu werten sind und der Schutz nach Art. 61 Abs. 3 AIFM-Richtlinie, § 353 Abs. 1 KAGB-E dadurch deutlich eingeschränkt werden könnte. Wir betrachten diese Debatte mit allergrößter Sorge. In diesem Zusammenhang möchten wir die praktische Bedeutung genannter Maßnahmen und ihre Schutzbedürftigkeit nachfolgend veranschaulichen:

ii. Instandhaltungs-, Umbau- und Renovierungsmaßnahmen

Bei einer vergleichsweise langen Lauf- und Lebenszeit geschlossener Fonds von ca. 15-20 Jahren fallen für die erworbenen Vermögensgegenstände in nahezu jeglicher Konstellation Instandhaltungs- und Renovierungsmaßnahmen, Umbau- oder Umstrukturierungsmaßnahmen an. Das gilt insbesondere für Vermögensgegenstände, die im Zuge technischer Entwicklungen in kurzer Zeit nicht mehr auf dem neusten Stand sind. Dies betrifft zum Beispiel Solar- und Windkraftanlagen. Die Modernisierung von Windkraftanlagen wird im Rahmen des sog. Repowerings nach § 30 EEG sogar staatlich gefördert. Ferner bedarf es bei Immobilienfonds häufig Umstrukturierungen im Objekt, Mieterausbauten oder auch Flächenarrondierungen (z.B. Erwerb eines Nachbargrundstückes zur Schaffung neuer Parkflächen), um wettbewerbsfähig zu bleiben und wichtige Ankermieter zu erhalten.

Darüber hinaus gibt es gesetzliche Pflichten, deren Einhaltung zwangsläufig zur Tötung einer zusätzlichen Anlage führen kann. Am deutlichsten tritt dies bei Umweltvorschriften zu tage, soweit diese Anpassungen an neue Technikstandards vorsehen. Ab Bis 2015 müssen beispielsweise Schiffe neue Wasserreinigungsanlagen vorsehen, die installiert werden müssen. Ferner sind im Bereich der Erneuerbaren Energien sog. Nachinvestitionsverpflichtungen üblich, nach denen sich der Betreiber von vornherein verpflichtet, die Energieanlage nach einer gewissen Zeit Aufrüstungen vorzunehmen, die dem steigenden Leistungsbedarf der Anlage entsprechen. Die Einspeisevergütung ist direkt an diese Verpflichtung an die Einhaltung gekoppelt. Allein an diesen beispielhaft aufgezählten Fällen wird klar, dass das Beachten von gesetzlichen Pflichten nicht dazu führen darf, den Bestandsschutz auszuhebeln. Auch hier bedarf es dringend einer Klarstellung.

Wir gehen nach internen Schätzungen derzeit von rund 2000 Bestandsfonds aus, die durch abgeschlossenen Erwerb des bzw. der eigentlichen Vermögensgegenstände vor dem 22. Juli 2013 als ausinvestiert anzusehen sind und einen Bestandsschutz im Sinne des § 353 Abs. 1 KAGB-E anstreben. Der Großteil dieser Fonds ist bereits vor vielen Jahren aufgelegt worden. Ihre Anleger sind zu einem Zeitpunkt beigetreten, als die Regulierung durch die AIFM-Richtlinie noch gänzlich unbekannt war und hierdurch entstehende Kosten niemals einkalkuliert werden konnten. Sollten die genannten Maßnahmen auch nur teilweise erfasst werden und sollte zugleich an der Ausschließlichkeit festgehalten werden, würden sich zudem die Gefahren einer Infizierung potenzieren.

**Vor dem Hintergrund der vorstehenden Ausführungen unter i. und ii. sollten als das Tätigen zusätzlicher Anlagen grundsätzlich nur solche Investitionstätigkeiten erfasst sein, bei denen auf Portfolioebene der zusätzliche Erwerb von Vermögensgegenständen im Sinne des § 261 Abs. 1 KAGB-E erfolgt (z.B. der Erwerb von Sachwerten oder von Beteiligungen an Tochter- oder Zielfondsgesellschaften).** Hiervon abgegrenzt und insofern nicht als *zusätzliche* Anlage sollten folgende Maßnahmen angesehen werden:

- Maßnahmen zur Instandhaltung und Modernisierung,
- Maßnahmen, die der Erfüllung von gesetzlichen Pflichten dienen,
- der Hinzuerwerb nicht wesentlicher Vermögensgegenstände oder Ausgaben in diesem Zusammenhang wie bspw. bei Umstrukturierungen im Objekt, Mieterausbauten oder auch bei Flächenarrondierungen (z.B. Erwerb eines Nachbargrundstückes zur Schaffung neuer Parkflächen) sowie
- die Anlage freier Barmittel (z.B. Liquiditätsreserve).

Der Normenkontrollrat hat mit Blick auf die unklare und zu befürchtende Ausuferung des Begriffs „zusätzliche Anlagen tätigen“ im Rahmen des § 353 Abs. 1 KAGB-E die Einführung einer Wesentlichkeitsschwelle vorgeschlagen (vgl. Stellungnahme des Normenkontrollrates, BT-Drs. 17/12294, Anlage 2, S. 562). Durch eine solche Wesentlichkeitsschwelle könnte die obige Abgrenzung gegebenenfalls genauso gut erreicht werden.

### iii. Sanierungsmaßnahmen

Im Rahmen von Sanierungsmaßnahmen wird zur Beseitigung von Liquiditätsengpässen und zur Abwendung finanzieller Notlagen „frisches Kapital“ bei neuen oder aber bei bestehenden Anlegern eingeworben. Im letzteren Fall werden lediglich Kapitalerhöhungen durchgeführt. Nach der Gesetzesbegründung des Reg-E zu § 353 Abs. 4 KAGB-E (BT-Drs. 17/12294, Seite 531 f.) heißt es:

*„Geschlossene Publikums-AIF, die bereits vor dem 22. Juli 2013 aufgelegt wurden, und deren Zeichnungsfrist vor dem 22. Juli 2013 abgelaufen ist, die aber auch nach dem Inkrafttreten dieses Gesetzes noch Anlagen tätigen, sind auch solche, bei denen die Anleger nach dem 21. Juli 2013 Kapitalerhöhungen beschließen, vorausgesetzt, dass dadurch der Anlegerkreis unverändert bleibt, d.h. sich keine neue Anleger am Fonds beteiligen.“*

Diese Aussage hat zu erheblicher Verunsicherung und Besorgnis im Markt geführt. Dem Anschein nach geht der Gesetzgeber davon aus, dass allein eine Kapitalerhöhung als Tätigen zusätzlicher Anlagen anzusehen ist, unabhängig davon, ob (gegebenenfalls mithilfe des durch die Kapitalerhöhung eingeworbenen Geldes) eine tatsächliche Investitionstätigkeit ausgeübt wird. Ein solches Verständnis stößt auf massive Bedenken.

Kapitalerhöhungen stellen Finanzierungsmaßnahmen dar, die zwar mit dem tätigen zusätzlicher Anlagen in Verbindung stehen können, diese aber nicht zwangsläufig zur Folge haben müssen. Eine Kapitalerhöhung kann auch den Zweck haben, Liquiditätsreserven zu schaffen, Fremdfinanzierungen abzulösen oder Liquiditätsengpässe zu schließen bzw. Fondsinsolvenzen wegen drohender Zahlungsunfähigkeit abzuwenden. Letzteres ist in dem aktuellen Marktumfeld bekanntlich bei vielen geschlossenen Schiffsfonds ein akutes Thema, mit dem sich die Fondsmanager der Bestandsfonds auch in diesem Jahr weiterhin befassen müssen.

Es ist nicht nachvollziehbar, dass Bestandsfonds, die keine zusätzlichen Anlagen im eigentlichen Sinne mehr tätigen (d.h. Vermögensgegenstände i.S.d. § 261 Abs. 1 KAGB-E erwerben), aufgrund von bloßen Kapitalerhöhungen den Anforderungen des KAGB unterworfen werden sollen. Nach Lesart der oben zitierten Gesetzesbegründung scheint dies der Fall zu sein. In der praktischen Konsequenz würde dies sowohl für den Fonds als auch für den Fondsmanager zu dem schwerwiegenden Problem führen, dass Fortführungskonzepte, die zwingend eine Kapitalerhöhung erfordern, sich aufgrund der KAGB-bedingten zusätzlichen Kosten noch weniger bzw. gar nicht mehr tragfähig darstellen lassen. Hier droht die Gefahr, dass Fonds in die Insolvenz getrieben werden, und zwar dann nicht mehr markt- sondern regulierungsbedingt. Das kann nicht im Interesse des durch die Regulierung beabsichtigten erhöhten Anlegerschutzes sein.

Für den zitierten Passus aus der Gesetzesbegründung ist daher unbedingt eine Klarstellung erforderlich. Kapitalerhöhungen sollten grundsätzlich nur dann zur Anwendung des § 353 Abs. 4 KAGB-E führen, wenn der Zweck der Kapitalmaßnahme aus-

drücklich darauf ausgerichtet ist, die Mittel für zusätzliche Anlagen einzusetzen, d.h. zusätzliche Vermögensgegenstände im Sinne des § 261 Abs. 1 KAGB-E für den AIF zu erwerben.

iv. Wirtschaftliche oder dingliche Erfüllung (Übereignung)

Ungeklärt ist ferner, ob eine nach dem Stichtag erfolgende dingliche oder wirtschaftliche Erfüllung eines vor dem 22. Juli 2013 abgeschlossenen Verpflichtungsgeschäfts (z.B. Kaufvertrag) als zusätzliche Anlage zu werten ist.

Die für die Manager-Tätigkeit maßgebliche Portfolioverwaltung beinhaltet im Kern die Ausübung der Anlageentscheidung. Ob eine (zusätzliche) Anlage getätigt wird, sollte daher grundsätzlich danach beurteilt werden, ob bzw. wann eine rechtsbindende Anlageentscheidung unter Ausübung eines Entscheidungsspielraums getroffen wurde. Die anschließende wirtschaftliche oder dingliche Erfüllung ergeht ohne eine solche Entscheidung und wäre nicht mehr als relevante (zusätzliche) Anlagetätigkeit im Sinne des § 353 KAGB-E anzusehen. Ein solches Ergebnis ist auch aus praktischer Sicht gerechtfertigt: der Zeitpunkt des Vollzuges des dinglichen Erwerbsgeschäftes ist häufig nicht steuerbar, da er oftmals von der Mitwirkung Dritter abhängt (z.B. behördliche Genehmigungen, Grundbuchumschreibungen etc.). Würde die dingliche Erfüllung als Tätigen zusätzlicher Anlagen angesehen werden, hinge die Bestandsschutzwirkung des § 353 Abs. 1 KAGB-E von ungewissen und zufälligen Ereignissen ab. Dies zum Maßstab zu nehmen, würde zu kaum abschätzbaren Folgen für AIF bzw. deren Verwalter führen, die die Übergangsregelung nutzen wollen.

**Wir schlagen für diese äußerst praxisrelevante Konstellation vor klarzustellen, dass für die Beurteilung des Stichtages allein auf den Zeitpunkt des Verpflichtungsgeschäfts abzustellen ist.**

v. Dachfonds und mehrstöckige Strukturen

Für die Frage, welche Anlageinvestitionen bei Dachfonds und mehrstöckigen Strukturen im Sinne des § 353 KAGB-E maßgeblich sind, sollte entsprechend der Ausführungen zu iv. auf die Ausübung der rechtsbindenden Anlageentscheidung abgestellt werden. Hat der Dachfonds sein Kapital in die Zielfondsgesellschaft voll investiert oder sich rechtlich bindend zur Zahlung verpflichtet, besteht kein Raum mehr für das Tätigen zusätzlicher Anlagen auf Ebene der Obergesellschaft, denn es fehlt der Geschäftsleitung bzw. dem Verwalter an der Möglichkeit einer weitergehenden Entscheidung im Rahmen der Portfolioverwaltung. Die (zusätzliche) Anlagetätigkeit des Zielfonds sollte nur dann der Dachfondsgesellschaft zuzurechnen sein, wenn diese –

bspw. über eine gesellschaftliche Beteiligung am Zielfonds – maßgeblich deren Anlageentscheidung beeinflusst.

**Wir regen auch an klarzustellen, dass für die Beurteilung, zu welchem Zeitpunkt die Anlage getätigt wurde, auf die Ausübung der rechtsbindenden Anlageentscheidung abgestellt wird.**

## 2. Übergangsregel nach § 353 Abs. 4 KAGB-E

Für die Übergangsregel des § 353 Abs. 4 KAGB-E erachten wir in zweierlei Hinsicht Änderungen für erforderlich:

### a. Regelungslücke durch Abstellen auf Zeitpunkt des Eingangs des Erlaubnisantrages

§ 353 Abs. 4 KAGB-E ordnet für bestehende geschlossene Fonds, die nach dem Stichtag weiter Anlagen tätigen, bei denen die Zeichnungsfrist aber abgelaufen ist, die Anwendung von – in der Regel KVG-relevanten – Vorschriften ab dem Zeitpunkt des Eingangs des Erlaubnisantrages gem. § 22 KAGB-E an. § 353 Abs. 4 KAGB-E geht folgerichtig davon aus, dass die KVG, welche die unter § 353 Abs. 4 KAGB-E fallenden Bestandsfonds verwaltet, nicht bereits zum 22. Juli 2013 über eine Erlaubnis verfügt, diese vielmehr noch beantragen muss.

Die Vorschrift setzt damit auch voraus, dass die KVG zwingend von der allgemeinen Übergangsregel des § 343 Abs. 1 Satz 2 KAGB-E Gebrauch machen kann. So räumt allein § 343 Abs. 1 Satz 2 KAGB-E der KVG für die Beantragung der Erlaubnis eine Übergangsfrist bis zum 21. Juli 2014 ein. Der in § 343 Abs. 1 Satz 2 KAGB-E gewährte Übergangszeitraum wird allerdings daran geknüpft, dass die KVG bereits vor dem 22. Juli 2013 Tätigkeiten im Sinne des § 20 KAGB-E ausgeübt hat. Offene Investmentfonds verwaltende Kapitalanlagegesellschaften werden diesen Nachweis erbringen und somit die Übergangsfrist des § 343 Abs. 1 Satz 2 KAGB-E stets in Anspruch nehmen können.

Bisher unregulierte geschlossene Fonds werden zwar grundsätzlich eine KVG bestimmen können, die bereits vor dem 22. Juli 2013 Tätigkeiten im Sinne des § 20 KAGB-E ausgeübt hat. Dies dürfte in der Regel der geschäftsführende Komplementär, der geschäftsführende Kommanditist oder ein per Geschäftsbesorgungsvertrag beauftragter Dritter sein. Um die Übergangsfrist des § 343 Abs. 1 Satz 2 KAGB-E nutzen zu können, wären die genannten Personen bzw. Organe der Bestandsfonds im Sinne des § 353 Abs. 4 KAGB-E aber faktisch dazu gezwungen, sich



nach dem 21. Juli 2013 bis spätestens 21. Juli 2014 – dann zumeist jeweils als interne – KVG tatsächlich zuzulassen.

Dies läuft jedoch dem Interesse der Anbieter geschlossener Fonds zuwider, die aus Praktikabilitätsgründen in aller Regel die Einrichtung und Zulassung *einer* externen KVG anstreben, die sämtliche Neu-, aber gegebenenfalls auch die Bestandsfonds im Sinne des § 353 Abs. 4 KAGB-E verwaltet. Zwar kann die „Neu-KVG“ als Verwalterin auch der Bestandsfonds gem. § 353 Abs. 4 KAGB-E bestellt werden, sie müsste im Sinne des § 343 Abs. 1 KAGB-E aber zwangsläufig nachweisen können, bereits vor dem Stichtag des 22. Juli 2013 Tätigkeiten im Sinne des § 20 KAGB-E erbracht zu haben. Die Erbringung dieses Nachweises könnte faktisch daran scheitern, dass die Bestandsfondsgesellschaft den für die Übertragung der Tätigkeiten im Sinne des § 20 KAGB-E auf die „Neu-KVG“ erforderlichen Gesellschafterbeschluss verweigert. Der „Neu-KVG“ würde in diesem Fall die Befugnis zur Verwaltung der Bestandsfondsgesellschaft nach dem Stichtag des 22. Juli 2013 fehlen. Darüber hinaus ist es denkbar, dass die „Neu-KVG“ überhaupt erst nach dem Stichtag gegründet werden kann bzw. aktiv wird und deswegen vorher auch keine Tätigkeiten im Sinne des § 20 KAGB-E ausgeführt haben konnte.

**Vor dem Hintergrund der vorstehenden Ausführungen sollten die KVG-bezogenen Vorschriften in § 353 Abs. 4 KAGB-E nicht allein an den Eingang des Erlaubnisanspruches geknüpft werden. Sofern ein solcher Erlaubnisanspruch aus den genannten Gründen nicht maßgeblich sein kann, weil der bisherige Fondsmanager die Verwaltung auf eine „Neu-KVG“ abgeben und selbst keinen Antrag stellen wird, sollte § 353 Abs. 4 KAGB-E alternativ erst ab dem 21. Juli 2014 anzuwenden sein.** Die „Neu-KVG“ hätte dadurch die Möglichkeit, im Rahmen der einjährigen Übergangsfrist des § 343 Abs. 1 Satz 2 KAGB-E die Verwaltung auch der Bestandsfonds im Sinne des § 353 Abs. 4 KAGB-E zu übernehmen. Um einen Gleichlauf zu § 343 Abs. 1 KAGB-E herzustellen, sollten die Fondsmanager dazu angehalten werden, bis zum 21. Juli 2014 alle erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen, um der Anwendung der in § 353 Abs. 4 KAGB-E genannten Vorschriften nachzukommen.

**Wir regen eine entsprechende Gesetzesänderung an (zum Formulierungsvorschlag s. unten 5.).**

b. Anlagen Tätigen nach § 353 Abs. 4 KAGB-E

Anders als § 353 Abs. 1 KAGB-E stellt § 353 Abs. 4 KAGB-E nicht auf „*zusätzliche* Anlagen tätigen“, sondern lediglich auf „Anlagen tätigen“ ab. Dadurch wird der Einklang der Absätze gestört. Es ist kein Grund ersichtlich, warum in § 353 Abs. 4 KAGB-E nicht auch das *zusätzliche* Tätigen von Anlagen maßgeblich sein sollte. Der Geset-

zeswortlaut des § 353 Abs. 4 KAGB-E sollte daher entsprechend ergänzt werden. Gleiches gilt für die Absätze 5 und 6, in denen dieses Kriterium ebenso fehlt.

c. Anwendung der §§ 158 bis 160 KAGB-E

§ 353 Abs. 4 KAGB-E ordnet für die von der KVG verwalteten Bestandsfonds u.a. die Anwendung der §§ 158 bis 160 KAGB-E an. Für geschlossene Bestandsfonds, deren Rechnungslegung bisher allein nach den Vorschriften des HGB, gegebenenfalls in Verbindung mit den §§ 24 bis 26 VermAnlG, erfolgte, würde die Umstellung auf die §§ 158 bis 160 KAGB-E einen kaum darstellbaren Doppelaufwand bedeuten. Dieser würde dem Anleger überdies keinerlei zusätzlichen Nutzen bringen. So hätten unter § 353 Abs. 4 KAGB-E fallende Bestandsfonds nicht nur die investmentrechtlichen Rechnungslegungsvorschriften der §§ 158 bis 160 (insbesondere i.V.m. den §§ 135, 136) KAGB-E zu befolgen. Als (GmbH & Co.)KG würden sie weiterhin uneingeschränkt dem HGB unterfallen und müssten die handelsrechtliche Rechnungslegung daneben fortführen.

Die jeweils anzuwendenden Regelungen des HGB und des KAGB würden auch nicht insoweit ineinandergreifen, als dass die bisherige HGB-Rechnungslegung für Bestandsfonds als Grundlage für die KAGB-Rechnungslegung verwendet werden könnte. Zwar sind die einschlägigen Rechnungslegungsvorschriften des HGB nach dem KAGB grundsätzlich weiter anzuwenden, soweit das KAGB keine gesonderten Regelungen trifft. Gleichwohl setzt die investmentrechtliche KAGB-Rechnungslegung auf einer gänzlich eigenständigen Systematik auf, die sich von dem System der HGB-Rechnungslegung grundlegend unterscheidet. Dies zeigt sich beispielhaft an den jeweils zugrunde zulegenden Wertansätzen beider Systeme: während das HGB die Buchwertbilanzierung vorgibt und damit Abschreibungen auf Sachwertanlagen ermöglicht, soll nach dem KAGB stets der Verkehrswert anzusetzen sein. Dadurch können beide Rechnungslegungssysteme nicht nur nicht zusammengeführt werden, aus ihnen gehen auch unterschiedliche Ergebnisse hervor.

Praktisch ist es zudem nicht vorstellbar, wie eine über Jahre auf Grundlage des HGB rechnungslegende Fonds-KG – bedingt durch die nach § 353 Abs. 4 KAGB-E erforderliche Umstellung – mit einem Mal einen investmentrechtlichen Jahresbericht anfertigen soll. Die auf Grundlage des HGB erstellten Zahlenwerke und Jahresabschlüsse der vergangenen Jahre wären für einen solchen investmentrechtlichen Jahresbericht ungeeignet, die tatsächlich benötigten Zahlenwerke hingegen nicht vorhanden.

Für die von § 353 Abs. 4 KAGB-E betroffenen geschlossenen Bestandsfonds sollten die bisherigen Rechnungslegungsvorschriften des HGB in Verbindung mit den §§ 23 bis 26 VermAnlG daher weiter anzuwenden sein. Die Vorgaben des Art. 22 AIFM-RL

sind bereits durch die erst zum 1. Juni 2012 eingeführten §§ 23 bis 26 VermAnlG aufgenommen worden und damit richtlinienkonform. Lediglich die Frist zur Offenlegung des Jahresabschlusses wurde in § 26 Abs. 1 VermAnlG gegenüber Art. 22 AIFM-RL von sechs auf neun Monate erhöht.

Vor diesem Hintergrund schlagen wir im Rahmen des § 353 Abs. 4 KAGB-E vor, die Anwendbarkeit der §§ 158 bis 160 KAGB-E durch die Anwendbarkeit der §§ 23 bis 26 VermAnlG mit der Maßgabe zu ersetzen, dass an die Stelle des Ablaufs des neunten Monats des dem Abschlussstichtag nachfolgenden Geschäftsjahres im Sinne des § 26 Abs. 1 VermAnlG der Ablauf des sechsten Monats tritt (zum Formulierungsvorschlag s. u. 5.).

### 3. Übergangsregel nach § 353 Abs. 6 KAGB-E

Für diejenigen Bestandsfonds, deren Zeichnungsfrist vor dem 22.07.2013 nicht abgelaufen ist, und die nach dem Stichtag auch weiterhin Anlagen tätigen, ordnet § 353 Abs. 6 grundsätzlich die vollumfängliche Anwendung des KAGB an, also sowohl die Anwendung der Managerregeln als auch die Produkt- und Vertriebsvorschriften, §§ 261 ff. 316 ff. KAGB-E) an. Zu welchen Zeitpunkten und auf welchem Wege Bestandsfonds bzw. deren Manager insofern auf das KAGB umzustellen sind, wird durch § 351 Abs. 1 bis 4 KAGB-E geregelt, auf den § 353 Abs. 6 KAGB-E verweist. Die Anwendung des § 353 Abs. 6 KAGB-E i.V.m. 351 Abs. 1 bis 4 KAGB-E ist aus verschiedenen Gründen äußerst problematisch:

- Die durch § 351 Abs. 1 und 3 KAGB-E geforderte produkt- und vertriebsseitige Umstellung vor dem 22. Juli 2013 aufgelegter Bestandsfonds auf das KAGB ist mit enormen praktischen Schwierigkeiten verbunden und angesichts des knapp bemessenen Umstellungszeitraums faktisch nicht durchführbar (s. dazu nachfolgend a).
- Die formelle Ausgestaltung des § 351 KAGB-E ist äußerst sperrig und umständlich und für den durchschnittlichen Rechtsanwender kaum noch nachvollziehbar; für die Praxis führt dies zu einer bedenklichen Rechtsunklarheit.
- § 351 KAGB-E ist originär auf offene Fonds zugeschnitten und berücksichtigt die Gegebenheiten geschlossener Fonds nicht (s. dazu nachfolgend b.).
- Im Kontext zu benachbarten und mit § 351 KAGB-E im Zusammenhang stehenden Vorschriften (§ 353 Abs. 8 KAGB-E, § 32 Abs. 8 VermAnlG-E) bestehen Widersprüche und Ungereimtheiten (s. dazu nachfolgend c.).

a. Produktumstellung bis spätestens 21. Juli 2014

Problematisch ist insbesondere die durch § 353 Abs. 6 i.V.m. 351 Abs. 1 bis 4 KAGB-E erforderliche Umstellung auf die Vorschriften der §§ 261 ff. KAGB-E. Unter Berücksichtigung bestehender vertraglicher Verpflichtungen, insbesondere aus dem Gesellschaftsvertrag der Bestandsfondsgesellschaft, aber auch bspw. aus laufenden Kreditverpflichtungen erscheint es nur schwer vorstellbar, wie etwa eine Umstellung auf die Vorgaben zu den zulässigen Vermögensgegenständen (§ 261 KAGB-E), der Risikomischung (§ 262 KAGB-E) oder der zulässigen Fremdkapitalgrenze (§ 263 KAGB-E) vollzogen werden soll. Für die Praxis ist damit zu rechnen, dass nicht wenige Fondsgesellschaften den erforderlichen Produktumstellungen die vorzeitige Abwicklung vorziehen werden. Die Umstellung auf die Vertriebsvorschriften des KAGB-E, insbesondere die nach den Maßgaben der § 345 Abs. 6 Satz 2 bis 7 KAGB-E erforderliche Durchführung des Vertriebsanzeigeverfahrens erscheint aus logistischen Gründen kaum durchführbar. Es wäre mit in der Praxis äußerst problematischen Vertriebsstopps zu rechnen.

Um die Anforderungen und Rechtsfolgen des § 353 Abs. 6 i.V.m. § 351 Abs. 1 bis 3 KAGB-E zu vermeiden, sehen sich derzeit vertriebene Fonds dazu gezwungen, eine Schließung des Fonds bis zum 21. Juli 2013 zu bewirken oder alternativ – falls eine solche Schließung etwa mangels Platzierungsgarantie nicht möglich ist – die Abwicklung des Fonds herbeizuführen. Beide Alternativen wären mit erheblichen finanziellen Nachteilen für die Anleger verbunden.

**Um ein solches Szenario zu verhindern regen wir an, das für die Einschlägigkeit des § 353 Abs. 6 KAGB-E maßgebliche Datum der abgelaufenen Zeichnungsfrist vom 22. Juli 2013 auf den 22. Juli 2014 zu verlängern.** Dies hätte zur Folge, dass für viele nach derzeitigem Stand von § 353 Abs. 6 KAGB-E betroffene Fonds § 353 Abs. 4 KAGB-E anwendbar wäre und danach zunächst (nur) die dortigen KVG-Vorschriften zu beachten wären (die Verlängerung der Zeichnungsfrist in § 353 Abs. 6 KAGB-E müsste in § 353 Abs. 4 KAGB-E entsprechend angepasst werden). Erst diejenigen Bestandsfonds, bei denen die Zeichnungsfrist über den 21. Juli 2014 hinausgehen würde, hätten auf die Vorschriften im Sinne der § 351 KAGB-E umzustellen. Durch die bloße Verlängerung des Stichtages für die Zeichnungsfrist auf den 22. Juli 2014 anstelle einer gänzlichen Aufhebung dieses Kriteriums kann zudem möglichen Umgehungsversuchen begegnet werden.

**Die Verlängerung der Zeichnungsfrist bedingt eine Verlängerung des für die produktseitige Umstellung spätesten Umsetzungsstichtags. Wir schlagen insofern anstelle des 21. Juli 2014 (so derzeit in § 351 Abs. 1 und 3 KAGB-E festgelegt) den 21. Januar 2015 vor (s. dazu den Formulierungsvorschlag unter 5.).**

b. Zeitpunkt „Inkrafttreten geänderter Anlagebedingungen“ für geschlossene Fonds unpassend

Nach § 353 Abs. 6 i.V.m. § 351 Abs. 1 Satz 5 KAGB-E sollen die produktbezogenen Vorschriften des KAGB ab Inkrafttreten der geänderten Anlagebedingungen, spätestens jedoch ab dem 22. Juli 2014, auf den umzustellenden Bestandsfonds anzuwenden sein. Unklar ist, ob und ggfs. wie das Inkrafttreten der geänderten Anlagebedingungen in Bezug auf geschlossene Fonds gelten soll. Während es für offene Bestandsfonds nachvollziehbar ist, dass diese gemäß § 351 Abs. 1 KAGB-E ihre nach dem Investmentgesetz bereits bestehenden Anlagebedingungen auf das KAGB-E anzupassen haben und die Geltung der KAGB-Regelungen sodann an das Inkrafttreten der geänderten Anlagebedingungen anknüpft, ist dieser Anpassungsvorgang bei geschlossenen Bestandsfonds nicht denkbar. Für geschlossene Bestandsfonds gibt es vor dem Stichtag keine Anlagebedingungen. Folglich können diese auch nicht geändert werden bzw. kann deren Änderung nicht in Kraft treten, sondern lediglich nach § 267 Abs. 1 KAGB-E (erstmalig) genehmigt (bzw. im Falle geschlossener Spezialfonds nach § 273 Satz 2 KAGB-E erstmalig vorgelegt) werden. **Um Rechts- und Anwendungsunsicherheiten zu vermeiden, sollte eine Anpassung unter Berücksichtigung der bei geschlossenen Bestandsfonds vor dem Stichtag fehlenden Anlagebedingungen vorgenommen werden.**

c. § 351 Abs. 3 KAGB-E nicht im Einklang mit § 32 Abs. 8 VermAnlG-E und § 353 Abs. 8 KAGB-E

Nach § 351 Abs. 3 i.V.m. § 345 Abs. 6 Satz 2 bis 7 KAGB-E können Bestandsfonds bis zum Inkrafttreten der Änderungen der Anlagebedingungen (bei geschlossenen Fonds ggfs. analog der Zeitpunkt der Genehmigung der Anlagebedingungen, s.o.), spätestens jedoch bis zum 21. Juli 2014 ohne die erforderliche Vertriebsanzeige nach § 316 KAGB-E vertrieben werden. Ab Eintritt eines der genannten Zeitpunkte wird die Vertriebsanzeige nach § 316 KAGB-E erforderlich. Der parallele § 32 Abs. 8 VermAnlG-E knüpft nicht an die genannten Zeitpunkte in § 353 Abs. 6 i.V.m. §§ 351 Abs. 3, 345 Abs. 6 Satz 2 bis 7 KAGB-E an: die Vorschriften des VermAnlG sollen beim Vertrieb von Bestandsfonds im Sinne des § 353 Abs. 6 KAGB-E vielmehr bis zur Stellung des Erlaubnisanspruches (und nicht etwa bis zum Inkrafttreten der Änderungen bzw. der Genehmigung der Anlagebedingungen oder bis zum 21. Juli 2014) anzuwenden sein. § 32 Abs. 8 VermAnlG und § 321 Abs. 6 KAGB-E scheinen insofern nicht hinreichend aufeinander abgestimmt zu sein. **Die Vorschriften sollten miteinander in Einklang gebracht werden.**

#### 4. Übergangsregel des § 353 Abs. 8 KAGB-E

Nach § 353 Abs. 8 KAGB-E finden u.a. die Vorschriften zur Vertriebsanzeige nach § 316 KAGB-E auf den Vertrieb von Anteilen solcher Fonds generell keine Anwendung, die Gegenstand eines öffentlichen Angebotes sind, dessen Prospekt vor dem 22. Juli 2013 im Einklang mit dem geltenden Prospektrecht erstellt und veröffentlicht wurde, solange der Prospekt Gültigkeit hat. Damit kann nach § 353 Abs. 8 KAGB-E über den gesamten Vertriebszeitraum und unabhängig von oben genannten Zeitpunkten weiter nach dem VermAnlG vertrieben werden.

Ein solches unbegrenztes Vertriebsrecht für geschlossene Bestandsfonds ist nur konsequent. Hätte der Fonds nach dem 22. Juli 2013 auf die Vertriebsvorschriften des KAGB umzustellen, insbesondere das Vertriebsanzeigeverfahren zu durchlaufen, würde ein Vertriebsstopp mit unkalkulierbaren Folgen drohen. Es wäre nicht nachvollziehbar, wenn geschlossene Bestandsfonds, deren Verkaufsprospekte zu einem Zeitpunkt gebilligt wurden, zu dem das KAGB nicht bekannt war, während ihrer Platzierung auf die Vertriebsvorschriften des KAGB umzustellen hätten.

Unklar ist allerdings das Zusammenspiel des § 353 Abs. 8 KAGB-E mit §§ 353 Abs. 6, 351 Abs. 1 bis 4, § 353 Abs. 6 i.V.m. §§ 351 Abs. 3, 345 Abs. 6 Satz 2 bis 7 KAGB-E sieht wie auch § 32 Abs. 8 VermAnlG-E ein zeitlich befristetes Vertriebsrecht vor (s.o.).

Wir gehen davon aus, dass § 353 Abs. 8 KAGB-E allein schon aufgrund der problematischen produkt- und vertriebsseitigen Umstellung für Bestandsfonds, die unter § 353 Abs. 6 KAGB-E fallen, Vorrang gegenüber §§ 353 Abs. 6 i.V.m. §§ 351 Abs. 3, 345 Abs. 6 Satz 2 bis 7 KAGB-E genießt. Wir regen an den Verweis auf § 351 Abs. 3 KAGB-E zu streichen (s. Formulierungsvorschlag unter 5.)

#### 5. Formulierungsvorschlag für § 353 KAGB-E

##### **§ 353**

##### **Besondere Übergangsvorschriften für AIF-Verwaltungsgesellschaften, die geschlossene AIF verwalten und für geschlossene AIF**

(1) Sofern AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften ~~ausschließlich~~ geschlossene AIF verwalten, die nach dem 21. Juli 2013 keine zusätzlichen Anlagen tätigen, können sie solche AIF weiterhin verwalten, ohne dass sie die Vorschriften dieses Gesetzes einhalten müssen oder eine Erlaubnis oder Registrierung gemäß diesem Gesetz benötigen.

(2) Sofern EU-AIF-Verwaltungsgesellschaften oder ausländische AIF-Verwaltungsgesellschaften keine Erlaubnis oder Registrierung nach den zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU erlassenen Rechtsvorschriften der anderen Mitgliedstaaten der Europäischen Union oder der anderen Vertragsstaaten des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum benötigen und im Inland ~~ausschließlich~~ geschlossene inländische AIF verwalten, die nach dem 21. Juli 2013 keine zusätzlichen Anlagen tätigen, können sie diese weiterhin verwalten ohne die Vorschriften dieses Gesetzes einhalten zu müssen.

(3) Sofern AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften ~~ausschließlich~~ geschlossene AIF verwalten, deren Zeichnungsfrist für Anleger vor Inkrafttreten der Richtlinie 2011/61/EU abließ und die für einen Zeitraum aufgelegt wurden, der spätestens am 21. Juli 2016 abläuft,  
[...]

(4) Für AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften, die nicht die Voraussetzungen des § 2 Absatz 4 Satz 1 oder des § 2 Absatz 5 Satz 1 erfüllen und die geschlossene inländische AIF verwalten, deren Zeichnungsfrist vor dem 22. Juli ~~2013~~ 2014 abgelaufen ist und die nach dem 21. Juli 2013 zusätzliche Anlagen tätigen, gelten ab Eingang des Erlaubnisanspruchs gemäß § 22 bei der Bundesanstalt für die Verwaltung dieser geschlossenen inländischen AIF nur die §§ 1 bis 43, 53 bis 67, 80 bis 90, 148, ~~158 bis 160~~, § 261 Absatz 7, § 263 Absatz 2, §§ 271, 272, 274, 286 bis 292, 300, 303, 308 und 339 bis 344, 352 bis 354 und §§ 23 bis 26 VermAnlG mit der Maßgabe, dass an die Stelle des Ablaufs des neunten Monats des dem Abschlussstichtag nachfolgenden Geschäftsjahres im Sinne des § 26 Abs. 1 VermAnlG der Ablauf des sechsten Monats tritt. Sofern AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften im Sinne des Satz 1 die Verwaltung geschlossener inländischer AIF, deren Zeichnungsfrist vor dem 22. Juli 2014 abgelaufen ist und die nach dem 21. Juli 2013 zusätzliche Anlagen tätigen, auf andere AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften übertragen, gelten die Vorschriften des Satz 1 für die Verwaltung dieser geschlossenen inländischen AIF ab dem 21. Juli 2014. Satz 1 und 2 ist auf die Verwaltung von inländischen geschlossenen Spezial-AIF, deren Zeichnungsfrist vor dem 22. Juli 2013 abgelaufen ist und die nach dem 21. Juli 2013 Anlagen tätigen, durch EU-AIF-Verwaltungsgesellschaften entsprechend anzuwenden. Für die nach diesem Absatz verwalteten inländischen geschlossenen AIF haben AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften nach dem 21. Juli 2013 alle erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen, um den Rechtsvorschriften dieses Gesetzes nachzukommen.

(5) Für AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften, die die Voraussetzungen des § 2 Absatz 5 Satz 1 erfüllen und die geschlossene inländische AIF verwalten, deren Zeichnungsfrist vor dem 22. Juli ~~2013~~ 2014 abgelaufen ist und die nach dem 21.

Juli 2013 zusätzliche Anlagen tätigen, sind ab Eingang des Registrierungsantrags gemäß § 44 bei der Bundesanstalt für die Verwaltung dieser geschlossenen inländischen AIF abweichend von § 2 Absatz 5 Satz 1 nur die §§ 1 bis 17, 26 bis 28, 42, 44 bis 48, 80 bis 90, 261 Absatz 7, § 263 Absatz 2, §§ 271, 272, 339 bis 343, 353 und 354 entsprechend anzuwenden; dabei richtet sich die Ausgestaltung der in §§ 26 bis 28 geforderten Verhaltens- und Organisationspflichten nach dem Prinzip der Verhältnismäßigkeit, indem die Art, der Umfang und die Komplexität der Geschäfte der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft und der von AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft verwalteten AIF berücksichtigt werden. Sofern AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften im Sinne des Satz 1 die Verwaltung geschlossener inländischer AIF, deren Zeichnungsfrist vor dem 22. Juli 2014 abgelaufen ist und die nach dem 21. Juli 2013 zusätzliche Anlagen tätigen, auf andere AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften übertragen, gelten die Vorschriften des Satz 1 für die Verwaltung dieser geschlossenen inländischen AIF ab dem 21. Juli 2014. Für die nach diesem Absatz verwalteten inländischen geschlossenen AIF haben AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften nach dem 21. Juli 2013 alle erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen, um den Rechtsvorschriften dieses Gesetzes nachzukommen.

(6) Für AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften, die geschlossene inländische AIF verwalten, die vor dem 22. Juli 2013 aufgelegt wurden, deren Zeichnungsfrist nicht vor dem 22. Juli 2013 ~~2014~~ 2014 abgelaufen ist und die nach dem 21. Juli 2013 zusätzliche Anlagen tätigen, gilt für die Verwaltung dieser geschlossenen AIF § 351 Absatz 1, 2 und bis 4 mit der Maßgabe entsprechend, dass an die Stelle des Inkrafttretens der Änderungen der Anlagebedingungen bei geschlossenen Publikums-AIF die Genehmigung der Anlagebedingungen und bei geschlossenen Spezial-AIF die Vorlage der Anlagebedingungen tritt. und dies spätestens am 21. Januar 2015 zu erfolgen hat. § 351 Abs. 1 Satz 4 KAGB gilt mit der Maßgabe, dass die Stellung des Erlaubnis-antrages nach den § 20 und 22 spätestens bis zum 21. Juli 2014 verbindlich zu erklären ist.

[...]

## 6. Notwendige Folgeanpassungen in § 32 Abs. 7 und 8 VermAnlG-E

Korrespondierend zu den unter den vorstehenden Abschnitten 1. bis 4. vorgeschlagenen Änderungen und Klarstellungen sollten die § 32 Abs. 7 und 8 VermAnlG-E entsprechend angepasst werden. Folgende Änderungen schlagen wir vor:

### **§ 32 VermAnlG-E**

(...)

(7) Auf Vermögensanlagen, die durch die Änderung des § 1 Absatz 2 und das Inkrafttreten des Kapitalanlagegesetzbuchs als Anteile an Investmentvermögen im



Sinne des § 1 Absatz 1 des Kapitalanlagegesetzbuchs gelten, und die die Voraussetzungen von § 353 Absatz 4 oder 5 des Kapitalanlagegesetzbuchs erfüllen, ist dieses Gesetz in der bis zum 21. Juli 2013 geltenden Fassung entweder bis zur Stellung des Erlaubnis-antrages gemäß § 22 oder des Registrierungsantrags gemäß § 44 des Kapitalanlagegesetzbuchs bei der Bundesanstalt oder bis zum 21. Juli 2014 weiterhin anzuwenden. Ab Eingang des Erlaubnis-antrags nach § 22 oder des Registrierungsantrags gemäß § 44 des Kapitalanlagegesetzbuchs oder ab dem 22. Juli 2014 ist für Vermögensanlagen im Sinne des Satzes 1 dieses Gesetz in der bis zum 21. Juli 2013 geltenden Fassung mit Ausnahme von Abschnitt 3 neben den in § 353 Absatz 4 oder 5 des Kapitalanlagegesetzbuchs genannten Vorschriften weiterhin anzuwenden.

(8) Auf Vermögensanlagen, die vor dem 22. Juli 2013 von mindestens einem Anleger gezeichnet wurden, und die durch die Änderung des § 1 Absatz 2 und das Inkrafttreten des Kapitalanlagegesetzbuchs als Anteile an Investmentvermögen im Sinne des § 1 Absatz 1 des Kapitalanlagegesetzbuchs gelten, und die nicht die Voraussetzungen von § 353 Absatz 1, 2, 3, 4, ~~oder 5~~ oder 6 des Kapitalanlagegesetzbuchs erfüllen, ist dieses Gesetz in der bis zum 21. Juli 2013 geltenden Fassung bis zum 21. Januar 2015 zur Stellung des Erlaubnis-antrages gemäß § 22 des Kapitalanlagegesetzbuchs bei der Bundesanstalt weiterhin mit der Maßgabe anzuwenden, dass eine Billigung des Verkaufsprospekts nach § 8 nach dem 21. Juli 2013 nicht mehr erfolgen kann. Zeichnung im Sinne dieser Übergangsvorschrift ist der unbedingte und unbefristete Abschluss des schuld-rechtlichen Verpflichtungsgeschäfts, das darauf gerichtet ist, Gesellschafter an einer Publikumsgesellschaft zu werden.

#### IV. Zulässige Vermögensgegenstände / Anlagegrenzen nach § 261 KAGB-E

Der Katalog der zulässigen Vermögensgegenstände nach § 261 KAGB-E ist gegenüber dem Diskussionsentwurf vom 20. Juli 2012 aus unserer Sicht sinnvoll überarbeitet worden. Dies betrifft insbesondere die Erweiterung des Kataloges zulässiger Sachwerte, in die ein geschlossener Publikums-AIF nach § 261 Abs. 2 KAGB-E investieren darf. Die grundsätzliche Ausgestaltung als offener, nicht abschließender Katalog lässt zudem Produktinnovationen Raum und ist daher ebenfalls positiv zu bewerten.

In der Liste zulässiger Vermögensgegenstände nach § 261 Abs. 1 KAGB-E sehen wir demgegenüber noch punktuellen Änderungs- bzw. Erweiterungsbedarf:

##### 1. Dach- und Zweitmarktfonds

§ 261 Abs. 1 Nr. 5 und 6 KAGB-E erlaubt die Auflage von Dachfonds, die in Anteile geschlossener Publikums-AIF bzw. Spezial-AIF nach Maßgabe der jeweils einschlägigen KAGB-Vorschriften investieren. Investitionen in bestehende geschlossene Fonds („Altfonds“), die nicht den Vorschriften des KAGB unterliegen, sind im Rahmen des § 261 Abs. 1 KAGB-E hingegen nicht möglich. Ausweislich der Gesetzesbegründung werden solche Investitionen insbesondere auch nicht durch § 261 Abs. 1 Nr. 3 KAGB-E abgedeckt, der insofern lediglich den Erwerb von Beteiligungen an Zweck- und Objektgesellschaften ermöglichen soll.

Die Beschränkung auf Investitionen in „Neu-Fonds“ nach dem KAGB hätte zur Folge, dass die heute am Markt operierenden Anbieter von Zweitmarkt- und Dachfonds über viele Jahre keine neuen Investitionen mehr tätigen könnten: während „Altfonds“ als zulässige Vermögensgegenstände nicht in Betracht kämen, wären geschlossene inländische Publikums-AIF bzw. Spezial-AIF nach KAGB-E-E als Investitionsobjekte zunächst nicht vorhanden; diese können erst nach dem 21. Juli 2013 initiiert werden und es wird voraussichtlich mindestens fünf Jahre dauern, bis diese für Zweitmarktfonds als Investitionsobjekt in Betracht kommen.

Zweitmarkt- und Dachfonds fungieren als wichtige Käufergruppe am Zweitmarkt. Könnten Zweitmarkt- und Dachfonds als potenzielle Käufer für „Altfonds“ nicht mehr am Markt tätig sein, würde dies die Liquidität, Preisbildung und Funktionsfähigkeit existierender Zweitmärkte erheblich beeinträchtigen. Dies würde sich schließlich negativ auf die Ausstiegsoptionen von Anlegern auswirken, die ihre Beteiligung an geschlossenen Fonds vor Ende der Laufzeit, etwa aufgrund geänderter persönlicher Lebensumstände, zu marktkonformen Preisen abgeben möchten.

Durch das erst im vergangenen Jahr in Kraft getretene Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts wurde die Zweitmarktvermittlung unter die Erlaubnispflicht nach § 32 KWG gestellt. Der Gesetzgeber hat zugleich die Bedeutung geschlossener Zweitmarkt- und Dachfonds für die Funktionsfähigkeit des Zweitmarkts erkannt und diese (durch Einführung des § 2 Abs. 6 Nr. 20 KWG) bewusst von der KWG-Pflicht befreit. Vor diesem Hintergrund ist die dargelegte Investitionsbeschränkung für Zweitmarkt- und Dachfonds durch § 261 Abs. 1 KAGB-E widersinnig und kontraproduktiv.

**§ 261 Abs. 1 KAGB-E sollte dahingehend modifiziert werden, dass geschlossene AIF auch in Anteile von geschlossenen „Altfonds“ investieren können.**

Wir schlagen die folgende Formulierung vor:

**§ 261**

**Zulässige Vermögensgegenstände, Anlagegrenzen**

(1) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft darf für einen geschlossenen inländischen Publikums-AIF nur investieren in:

[...]

5. Anteile oder Aktien an geschlossenen ~~inländischen~~ Publikums-AIF ~~nach Maßgabe der §§ 261 bis 272 oder an europäischen oder ausländischen geschlossenen Publikums-AIF, deren Anlagepolitik vergleichbaren Anforderungen unterliegt,~~

[...]

2. Investitionen in Darlehen zur Finanzierung von Sachwerten

Wir setzen uns dafür ein, den Assetklassenkatalog um einen neuen Vermögensgegenstand zu erweitern: Darlehen zur zweckgebundenen Finanzierung von Sachwerten. Gerade mit Blick auf die Vielzahl der künftigen öffentlichen Infrastrukturmaßnahmen, insbesondere zur Finanzierung der Energiewende, sollten geschlossene Publikums-AIF die Investition nicht nur in Eigenkapitalstrukturen ermöglicht werden. Auch andere Finanzierungsformen mit direktem Bezug zu den Sachwerten sollten Publikums-AIF als Vermögensgegenstand in Frage kommen. Risikogesichtspunkte stehen dem nicht entgegen, soweit gewährleistet ist, dass die Darlehen ausreichend besichert sind – sie bieten dann ggf. größeren Ausfallschutz als reine Eigenkapitalinvesti-

tionen. Ausreichende Sicherheiten sind beispielsweise erstrangige Bestellungen von Hypotheken oder Grundschulden. Es können aber auch wie im Infrastrukturbereich nachhaltige Zahlungsströme sein. Die Finanzierung sollte dabei jedoch stets auf eine wirtschaftlich und rechtlich abgrenzbare, sich selbst refinanzierende Wirtschaftseinheit abgestellt sein und nicht auch den klassischen Unternehmenskredit umfassen. Vorstellbar sind unterschiedliche Einsatzformen, entweder als ein diversifizierter Publikums-AIF welcher beispielsweise in Darlehen von erneuerbaren Energieprojekten investiert oder auch beispielsweise als Beimischung in geschlossene Publikums-AIF in Sachwerte. Damit würden sie auch die Erfüllung der Vorgaben zur Risikomischung (§ 262 KAGB-E) dienen können.

Formulierungsvorschlag:

Neueinfügung eines § 261 Abs. 1 Nr. 10 (neu) KAGB-E

**§ 261**  
**Zulässige Vermögensgegenstände, Anlagegrenzen**

(1) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft darf für einen geschlossenen inländischen Publikums-AIF nur investieren in:

[...]

10. Darlehen, die der zweckgebundenen Finanzierung von Sachwerten i.S.d. Satz 1 Nr. 1 dienen und besichert sind

3. Investitionen in offene Spezial-AIF

Es ist nicht ersichtlich, warum es geschlossenen Publikums-AIF nach § 261 Abs. 1 Nr. 6 KAGB-E nicht erlaubt sein sollte, neben Anteilen oder Aktien geschlossener auch Anteile oder Aktien offener Spezial-AIF zu erwerben. Aus Gleichbehandlungsgründen sollte das „geschlossen“ daher gestrichen werden.

**§ 261**  
**Zulässige Vermögensgegenstände, Anlagegrenzen**

(1) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft darf für einen geschlossenen inländischen Publikums-AIF nur investieren in:

[...]

6. Anteile oder Aktien an ~~geschlossenen~~ inländischen Spezial-AIF nach Maßgabe der §§ 285 bis 292 in Verbindung mit den §§ 273 bis 277, der §§ 337 und 338 oder an geschlossenen EU-Spezial-AIF oder ausländischen geschlossenen Spezial-AIF, deren Anlagepolitik vergleichbaren Anforderungen unterliegt,

#### 4. Aufnahme von Trusts

In Deutschland sind Objektgesellschaften oftmals als Personenhandels- oder Kapitalgesellschaft ausgestaltet. Beteiligungen hieran werden von § 261 Abs. 1 Nr. 3 KAGB-E ermöglicht. Eine Vielzahl von ausländischen Beteiligungsformen nutzt diese Gesellschaftsformen jedoch nicht. Insbesondere im anglo-amerikanischen Rechtskreisen werden Immobilien oftmals von einem Trust gehalten, der als Treuhandvermögen keine Gesellschaft ist. Da geschlossene Publikums-AIF nur Anteile oder Aktien „an Gesellschaften“ erwerben dürfen, wären die Konstellationen über Trusts nicht mehr möglich. Wir regen daher an, den Tatbestand um Treuhandvermögen zu erweitern.

Formulierungsvorschlag

§ 261

#### **Zulässige Vermögensgegenstände, Anlagegrenzen**

(1) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft darf für einen geschlossenen inländischen Publikums-AIF nur investieren in:

[...]

3. Anteile oder Aktien an Gesellschaften oder Treuhandvermögen, die nach dem Gesellschaftsvertrag oder der Satzung oder nach Maßgabe der Vereinbarung mit dem Treuhandvermögen nur Vermögensgegenstände im Sinne der Nummer 1 sowie die zur Bewirtschaftung dieser Vermögensgegenstände erforderlichen Vermögensgegenstände oder Beteiligungen an solchen Gesellschaften erwerben dürfen,

[...]

## V. Anlagebedingungen

Bei den gesetzlichen Vorgaben für die Anlagebedingungen geschlossener Publikums-AIF gibt es im Hinblick auf einzelne Regelungen dringenden Anpassungs- und Klarstellungsbedarf. Andernfalls droht der AIF-KVG Handlungsunfähigkeit gerade in Situationen, in denen sie und der AIF flexibel auf sich verändernde Umstände reagieren müssen:

### 1. Anforderungen an den qualifizierten Mehrheitsbeschluss gem. § 267 Abs. 3 Satz 1 KAGB-E

Nicht marktgerecht und wenig praktikabel sind die Vorgaben des § 267 Abs. 3 Satz 1 KAGB-E, wonach eine Änderung der Anlagebedingungen, die mit den bisherigen Anlagegrundsätzen des geschlossenen Publikums-AIF nicht vereinbar ist oder zu einer Änderung der Kosten oder wesentlichen Anlegerrechte führt, nur mit Zustimmung einer qualifizierten Mehrheit von Anlegern, *die mindestens 75 Prozent des Zeichnungskapitals auf sich vereinigen*, möglich ist.

Dies würde in der Praxis dazu führen, dass Anlagebedingungen, nach dem sie einmal genehmigt wurden, faktisch nicht mehr verändert werden können. Die Realität ist, dass die vorgesehene Zustimmungsquote in der Regel nicht erreicht wird. Zwar haben alle Gesellschafter Mitwirkungsrechte. Leider ist jedoch festzustellen, dass regelmäßig nicht alle Anleger eines Fonds an den Beschlussfassungen teilnehmen. Schon eine Beteiligung von Anlegern zu erreichen, die mindestens 75 Prozent des Zeichnungskapitals auf sich vereinigen, stellt die Praxis vor große Schwierigkeiten, da es auch viele Anleger gibt, die sich an Beschlüssen nicht beteiligen möchten. Die tatsächliche Beteiligungsquote müsste aber sogar weit über 75 Prozent liegen, da der Reg-E auf die Zustimmung abstellt. Dies würde eine Änderung von Anlagebedingungen faktisch unmöglich machen. Damit geschlossene Investmentkommanditgesellschaften flexibel genug reagieren können, sollte an eine qualifizierte Mehrheit angeknüpft werden, die an das an der Beschlussfassung teilnehmenden Kapital anknüpft (siehe dazu weiter unten den konkreten Formulierungsvorschlag). Es sollte als ausreichend erachtet werden, wenn den Anlegern die Möglichkeit zur Abstimmung gegeben wird. Ob diese sich dann an der Beschlussfassung beteiligen möchten oder nicht, liegt dann in deren Verantwortung.

### 2. Zeitraum zur Entscheidungsfindung der Anleger in § 267 Abs. 3 Satz 5 KAGB-E

Auch die Frist, die den Anlegern für ihre Entscheidung einzuräumen ist, entspricht nicht dem praktizierten Gesellschaftsrecht bei geschlossenen Publikums-AIF.

Gem. § 267 Abs. 3 Satz 5 KAGB-E hat der Zeitraum zur Entscheidungsfindung der Gesellschafter für die Änderung der Anlagebedingungen mindestens drei Monate zu betragen. Diese Frist entspricht nicht der gesellschaftsrechtlichen Handhabung bei einer Publikums-KG. Die Frist ist zu lang und birgt das Risiko, dass die AIF-KVG auf sich verändernde Umstände nicht rechtzeitig mit angemessenen Mitteln reagieren kann.

Verschärft wird die Problematik dadurch, dass die geänderten Anlagebedingungen der Genehmigung der Bundesanstalt bedürfen und die Genehmigung weitere vier Wochen Zeit in Anspruch nehmen kann. Schließlich müssen die Änderungen der Anlagebedingungen auch noch in Kraft treten. Dafür ist eine Veröffentlichung nötig und es entsteht eine weitere Verzögerung.

Eine Frist von einem Monat für die Entscheidungsfindung der Anleger erscheint ausreichend und lässt der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft die notwendige Handlungsfähigkeit.

Wir schlagen daher vor § 267 Abs. 3 KAGB-E wie folgt zu fassen:

## **§ 267**

### Genehmigung der Anlagebedingungen

(...)

(3) Eine Änderung der Anlagebedingungen, die mit den bisherigen Anlagegrundsätzen des geschlossenen Publikums-AIF nicht vereinbar ist oder zu einer Änderung der Kosten oder der wesentlichen Anlegerrechte führt, ist nur mit Zustimmung einer qualifizierten Mehrheit von Anlegern, die mindestens 75 Prozent des an der Beschlussfassung teilnehmenden Zeichnungskapitals auf sich vereinigen möglich. Handelt es sich bei dem geschlossenen Publikums-AIF um eine geschlossene Investmentkommanditgesellschaft, bei der sich die Anleger mittelbar über einen Treuhandkommanditisten an dem geschlossenen Publikums-AIF beteiligen, so darf der Treuhandkommanditist sein Stimmrecht nur nach vorheriger Weisung durch den Anleger ausüben. Die Bundesanstalt kann die Änderung der Anlagebedingungen im Sinne des Satzes 1 nur unter der aufschiebenden Bedingung einer Zustimmung durch die Anleger gemäß Satz 1 genehmigen. § 163 Absatz 2 Satz 5 gilt mit der Maßgabe, dass die Genehmigung nur unter der aufschiebenden Bedingung einer Zustimmung der Anleger gemäß Satz 1 als erteilt gilt. Zu diesem Zweck hat die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft die betroffenen Anleger mittels eines dauerhaften Datenträgers über die geplanten und von der Bundesanstalt genehmigten Änderungen im Sinne des Satzes 1 und ihre Hintergründe zu informieren und ihnen einen Zeitraum von ~~drei~~ einem ~~Monaten~~ für die Entscheidungsfindung einzuräumen. (...)

### 3. Frist für die Genehmigung von Anlagebedingungen bei geschlossenen Publikums-AIF

Kritisch bewerten wir ferner, dass die Genehmigung der Anlagebedingungen bei geschlossenen Publikums-AIF innerhalb einer Frist von vier Wochen zu erteilen ist. Diese Frist ist zu lang und führt im Zusammenspiel mit den Fristen des § 316 KAGB-E für AIF mit vorfinanzierten Vermögenswerten zu erheblichen Mehrkosten.

Wir erarbeiten derzeit Muster für die Anlagebedingungen, die eine Prüfung erleichtern und den Aufwand begrenzen werden. Das Muster wird mit der Bundesanstalt abgestimmt. Die in § 267 Abs. 2 KAGB-E vorgesehene Frist von vier Wochen für die Genehmigung der Anlagebedingungen sollte auf zwei Wochen verkürzt werden, da davon auszugehen ist, dass in den meisten Fällen die mit der Aufsicht abgestimmten Muster verwendet werden und nur noch wenige Anlagebedingungen zu prüfen sind, die sich nicht an die Muster halten.

Wir schlagen daher vor § 267 Abs. 2 wie folgt zu ändern:

#### **§ 267**

##### Genehmigung der Anlagebedingungen

(1) Die Anlagebedingungen sowie Änderungen der Anlagebedingungen bedürfen der Genehmigung der Bundesanstalt. Die Genehmigung kann nur von solchen AIF- Kapitalverwaltungsgesellschaften beantragt werden, die die betroffene Art von AIF verwalten dürfen.

(2) Die Genehmigung ist innerhalb einer Frist von zwei ~~vier~~ Wochen nach Eingang des Antrags zu erteilen, wenn die Anlagebedingungen den gesetzlichen Anforderungen entsprechen und der Antrag von einer AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft im Sinne von Absatz 1 Satz 2 gestellt wurde. § 163 Absatz 2 Satz 2 und 4 bis 9 gilt entsprechend.

(...)

### 4. Unklarheiten durch Verweis in die Vorschriften für offene Investmentvermögen

Ein weiterer kritischer Aspekt ist die umfangreiche Verweisung in § 266 Abs. 2 KAGB-E auf § 162 Abs. 2 KAGB-E, in dem die Mindestangaben für die Anlagebedingungen der offenen Investmentvermögen geregelt sind. Diese bringt viele Unklarheiten mit sich, die der Gesetzgeber klarstellen sollte.

Es wird auf Begrifflichkeiten wie z.B. Ausgabe und Rücknahme sowie auf Umstände verwiesen, die auf die geschlossene Investment-KG nicht passen. Unklar ist z.B. was



genau unter dem Begriff der „Rücknahme“ zu verstehen ist, da eine vertragliche Rücknahmeverpflichtung bei geschlossenen AIF gerade nicht vorgesehen ist.

Auch sind gemäß § 162 Abs. 2 Nr. 5 KAGB-E Angaben zu Halbjahresberichten in die Anlagebedingungen aufzunehmen. Diese Vorschrift läuft bei einer geschlossenen Investment-KG ins Leere, da diese keine Halbjahresberichte zu erstellen hat.

Unklar ist zudem, wie detailliert und umfangreich die nach § 162 Abs. 2 Nr. 11 KAGB-E geforderten Angaben zur Methode, Höhe und Berechnung der Vergütungen und Aufwendungserstattungen aus dem Investmentvermögen, die an die Verwaltungsgesellschaft, die Verwahrstelle und Dritte zu leisten sind, im Rahmen geschlossener Publikums-AIF erfolgen müssen. Anders als bei einem Sondervermögen schließt die Investment-KG selber Verträge mit externen Dienstleistern wie z.B. dem Objektverwalter oder dem Gebäudemanagement ab. Eine gewisse Eingrenzung ist daher angezeigt, so wäre etwa eine Fixierung der Vergütung z.B. des Facility Managers in den Anlagebedingungen nicht praktikabel, da die Anlagebedingungen zu den Kosten nur mit qualifizierter Mehrheit verändert werden können (§ 267 KAGB-E). Es ist unabdingbar, dass die Handlungsfähigkeit der Investment-KG, vertreten durch ihre Organe, sichergestellt bleibt, so dass diese angemessen auf veränderte Umstände reagieren kann. Ein solcher Umstand könnte z.B. auch sein, dass die KVG durch Ausnutzung von Wettbewerb einen günstigen Dienstleister anbinden könnte. Ein derart ausuferndes Verständnis der Kostendarstellung ist aber auch nicht im Hinblick des Anlegerschutzes erforderlich. Nach § 164 HGB haben Anleger bei Geschäften, die über den gewöhnlichen Betrieb des Handelsgewerbes hinausgehen, ein Mitspracherecht. Die Anleger werden daher schon über die handelsrechtlichen Vorschriften geschützt. Zudem steht die Geschäftsführung des Fonds den Anlegern gegenüber in der haftungsrechtlichen Verantwortung.

## VI. Auslagerung, § 36 KAGB-E

### 1. Zu weiter Tatbestand

Das Geschäftsmodell der geschlossenen Investmentvermögen umfasst eine Vielzahl von Tätigkeiten. In jeder Lebensphase des Fonds sind unterschiedliche Aufgaben zu erfüllen, von der Konzeption über den Vertrieb bis zur laufenden Bewirtschaftung und schließlich dem Verkauf des Investitionsgegenstandes und der Liquidation des Fonds. Die handelnden Personen sind unterschiedlich – sowohl mit Blick auf ihre Funktion als auch auf ihren Wirkungszeitraum. Nicht jede Tätigkeit wird in Zukunft die KVG selbst ausüben. Sie wird sich externer Berater und Dienstleister bedienen. Bei einer Wahrnehmung von Aufgaben durch Dritte kommen grundsätzlich die Auslagerungstatbestände in Betracht. Diese sind dazu gedacht, die Funktionsfähigkeit und Haftung einer KVG und die Kontrollfähigkeit der Bundesanstalt zu erhalten. Diesen gesetzgeberischen Willen, der im Wesentlichen bereits in der AIFM-Richtlinie angelegt ist, erkennen wir ausdrücklich an. Allerdings sind die Regeln des Reg-E so weit gefasst, dass sogar die Erbringung einer Leistung, die zu keiner Zeit der KVG zugerechnet werden kann, Auslagerungstatbestände erfüllt. Hierzu zwei verdeutlichende Beispiele:

- Ein geschlossenes Investmentvermögen wird über eine Sparkasse vertrieben. Wird dies als Auslagerung betrachtet, steht die KVG für sämtliche Auslagerungspflichten ein, bspw. die sorgfältige Auswahl und Qualifikation der Sparkasse, die Haftung für Pflichtverletzungen, die Überwachung inkl. Zugang zu den Geschäftsräumen der Sparkasse etc.
- Ein Dienstleister erbringt Leistungen im Bereich des Gebäudemanagements bspw. zur Kultivierung der Grünflächen. Marktüblich sind Haftungsbegrenzungen des Dienstleisters; diese wären unter den Auslagerungspflichten nicht mehr möglich.

Aus unserer Sicht ist ein solches Verständnis des Auslagerungstatbestandes zu weit. Es führt aktuell zu massiver Rechtsunsicherheit bei den Unternehmen, die die Aufstellung ihres künftigen Geschäftsmodells planen.

### 2. EU-rechtskonforme Eingrenzung

Unseres Erachtens muss daher eine zweckmäßige und EU-rechtskonforme Eingrenzung des Auslagerungstatbestandes vorgenommen werden. Dies gilt auch vor dem Hintergrund, dass der für den offenen Fondsbereich aktuell noch in § 16 InvG formulierte Wesentlichkeitsgedanke, wonach die ausgelagerten Aufgaben für die Durchführung der Geschäftsführung wesentlich sein müssen, in § 36 KAGB-E nicht mehr aufgegriffen wird.

Hierbei sollte danach differenziert werden, ob eine KVG freiwillig zusätzliche Aufgaben übernommen hat und sie diese dann überträgt (Rechtsfolge: Auslagerung) oder ob die KVG solche freiwilligen zusätzlichen Aufgaben nicht übernimmt, sondern von vornherein ein Dritte diese erbringt (Rechtsfolge: keine Auslagerung; Dritter ist kein Delegierter). Beide Konstellationen sollten für den Anleger klar erkennbar sein. Bereits die AIFM-Richtlinie unterscheidet in Anhang I zwischen Funktionen, die der AIFM ausführen muss ("Muss-Funktionen"), und Aufgaben, die der AIFM zusätzlich ausüben kann ("Kann-Aufgaben"). Schon mit der Wahl der unterschiedlichen Begriffe („Funktionen“ und „Aufgaben“) stellt der Richtliniengeber die Unterschiedlichkeit dar:

a. „Muss-Funktionen“ i.S.d. Anhang I, Nr. 1 AIFM-Richtlinie

„Muss-Funktionen“ sind die Kernfunktionen eines AIFM: Portfolioverwaltung und Risikomanagement sind naturgemäß wesentliche Funktionen eines AIFM. Ihre Übertragung an Dritte begründet einen Auslagerungssachverhalt, der nur unter bestimmten Voraussetzungen möglich ist und bezüglich dessen für das Auslagerungsunternehmen verschärfte Anforderungen gelten (vgl. Art. 20 Abs. 1 c AIFM-Richtlinie).

b. „Kann-Aufgaben“ i.S.d. Anhang I, Nr. 2 AIFM-Richtlinie

„Kann-Aufgaben“ sind hingegen zusätzliche Aufgaben, die der AIFM freiwillig erbringen kann. Hierzu zählen administrative Tätigkeiten, der Vertrieb und Tätigkeiten in Zusammenhang mit den Vermögensgegenständen des AIF. Nach der AIFM-Richtlinie ist der AIFM nicht verpflichtet, diese Aufgaben wahrzunehmen. Folglich können diese Leistungen nur dann unter die Auslagerungsvorschriften fallen, wenn der AIFM diese Leistungen selbst gegenüber dem AIF (vertraglich) übernommen hat. Dies ergibt sich auch aus der Erlaubnisfähigkeit einer KVG, die voraussetzt, dass die KVG zumindest die "Portfolioverwaltung und das Risikomanagement" erbringt (vgl. § 23 Nr. 9, 10 KAGB-E und Gesetzesbegründung zu § 17 KAGB-E). Damit wird deutlich, dass eine Kapitalverwaltungsgesellschaft grundsätzlich nicht unbedingt weitere Leistungen erbringen können muss und folglich auch gegenüber dem AIF nicht zur Erbringung weiterer Leistungen verpflichtet ist.

c. Haftung nur bei Pflicht

Die KVG sollte nicht für etwas haften, wofür sie nicht verpflichtet ist. Da eine zwangsweise Zuweisung weiterer Pflichten an die KVG nicht richtlinienkonform wäre, stellt sich die Frage nach einer etwaigen Auslagerung erst nach Feststellung des Kreises der von der KVG bezüglich eines Investmentvermögens individuell übernommenen

Pflichten. Mit Blick auf die freiwilligen zusätzlichen Aufgaben ergeben sich zwei Fallgruppen:

- i. Soweit die KVG weitere (freiwillige) Aufgaben der kollektiven Portfolioverwaltung übernimmt, die nicht zum Portfolio- und Risikomanagement zählen, hat sie im Falle einer Delegation an einen Dritten die Anforderungen der Auslagerung zu beachten. Die KVG haftet im Rahmen des § 36 Abs. 4 KAGB-E für das Verschulden des Auslagerungsunternehmens.
- ii. Soweit die KVG die freiwilligen zusätzlichen Aufgaben nach Anhang I der Richtlinie nicht übernimmt und für das Investmentvermögen solche Leistungen bei anderen Dienstleistern beauftragt, finden die Auslagerungsvorschriften dagegen keine Anwendung. Die Verantwortlichkeit der KVG richtet sich nach den allgemeinen Vorschriften für eine ordnungsgemäße Verwaltung (vgl. § 17 Abs. 3 KAGB-E und Art. 5 AIFMD).

Dies kann im Interesse einer möglichst weitgehenden Harmonisierung auch für die Verwaltungsgesellschaft eines OGAW gelten, wenn sie über das Portfolio- bzw. Risikomanagement hinausgehende Leistungen aus dem Bereich der gemeinsamen Portfolioverwaltung im Sinne der OGAW-Richtlinie nicht übernimmt, sondern diese für Rechnung des Investmentvermögens einem Dienstleister überträgt.

### 3. Transparenz

Um die Wahrnehmung der unterschiedlichen Funktionen und Aufgaben auch dem Anleger zu verdeutlichen, sollten unseres Erachtens auch die freiwillig übernommenen Aufgaben im Verkaufsprospekt dargestellt werden. Ferner sollte der Anleger erkennen können, welche dieser Aufgaben wiederum ausgelagert worden sind.

### 4. Formulierungsvorschlag

Änderungsbedarf besteht in § 1 Abs. 19 Nr. 24 KAGB-E (Definition Kollektive Vermögensverwaltung) und § 36 Abs. 9 und 11 KAGB-E (Auslagerung)

## § 1

### Begriffsbestimmungen

[...]

(19) Die folgenden Begriffe werden für die Zwecke dieses Gesetzes wie folgt bestimmt:

[...]

24. „Kollektive Vermögensverwaltung von OGAW umfasst die Portfolioverwaltung, das Risikomanagement, administrative Tätigkeiten, und den Vertrieb von eigenen Investmentanteilen. Kollektive Vermögensverwaltung von AIF umfasst die Portfolioverwaltung und das Risikomanagement. ; sowie bei AIF Zusätzlich kann die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft im Rahmen der kollektiven Vermögensverwaltung administrative Tätigkeiten, den Vertrieb von eigenen Investmentanteilen und Tätigkeiten im Zusammenhang mit den Vermögensgegenständen des AIF ausüben.

### **§ 36** **Auslagerung**

[...]

(1a neu) Aufgaben im Sinne dieses § 36 sind die Portfolioverwaltung und das Risikomanagement sowie etwaige sonstige Tätigkeiten der kollektiven Vermögensverwaltung im Sinne des § 1 Abs. 19 Nr. 20 KAGB, soweit die Kapitalverwaltungsgesellschaft diese für ein von ihr verwaltetes Investmentvermögen übernommen hat.

[...]

(9) Die Kapitalverwaltungsgesellschaft hat im Verkaufsprospekt nach § 165 oder § 269 die Aufgaben aufzulisten, die sie gegenüber dem Investmentvermögen übernommen hat, und welche dieser Aufgaben sie ausgelagert hat.

## VII. Bewertungsregeln

### 1. Bewertungsregeln

Die im Reg-E gefundenen Regeln zur Bewertung von geschlossenen Investmentvermögen sind angemessen und sollten beibehalten werden. Dies umfasst auch die Möglichkeit der internen Bewertung bei geschlossenen Publikums-AIF. Überlegungen für geschlossene Publikums-AIF nur externe Bewertungen oder gar externe Bewertungskollegien vorzuschreiben, verkennen unseres Erachtens den aus der AIFM-Richtlinie hervorgehenden stets einzuhaltenden Kerngedanken der Regel: die Unabhängigkeit der Bewertung (Art. 19 Abs. 1 AIFM-Richtlinie). Dies ist immer zu gewährleisten, unabhängig von unterschiedlichen Verfahren oder organisatorischen Strukturen. So werden auch an die interne Bewertung hohe Anforderungen gestellt. Zu nennen sind an dieser Stelle nur:

- die hierarchisch und funktionale Trennung der Funktionen Portfoliomanagement und Bewertung,
- die angemessene Vergütungspolitik für die Bewertungsfunktionen, nach der keine Anreize geschaffen werden, etwaige bessere Bewertungsergebnisse zu erzeugen,
- die allgemeine Kontrolle von möglichen Interessenskollisionen der betrauten Mitarbeiter innerhalb der Kapitalverwaltungsgesellschaft,
- die fortlaufende Compliance und Revision der Organisationsstrukturen innerhalb der Kapitalverwaltungsgesellschaft
- die Genehmigungspflicht dieser Organisationsstrukturen durch die Bundesanstalt bei der Zulassung als Kapitalverwaltungsgesellschaft,
- die Informationspflicht gegenüber der Bundesanstalt und den Anlegern hinsichtlich der Bewertungsverfahren.

Darüber hinaus sind Kontrollpflichten auf Dritte verlagert, die überprüfen, ob die KVG ordentlich bewertet bzw. bewerten lässt. Zu nennen sind hier insbesondere die Verwahrstellen, die sicherzustellen haben, dass die Ermittlung des Werts und der Anteile oder Aktien des AIF rechtskonform erfolgt sind. Ferner gilt für die interne Bewertung die Besonderheit, dass die Bundesanstalt eine externe Überprüfung der internen Bewertungssysteme anordnen kann. Ohnedies erfolgt eine interne Bewertung nach marktgängigen Standards wie z.B. der RICS oder dem Institut der Deutschen Wirtschaftsprüfer. Die Ergebnisse von Bewertungen werden in der Regel auch Gegenstand der Abschlüsse der Fonds. Diese werden wiederum von Wirtschaftsprüfern testiert.

Daraus wird klar: Mitnichten bedeutet interne Bewertung, dass sich die KVG ein eigenes ihr wohlgefälliges Bewertungsergebnis generieren darf. Wir setzen uns daher, vor dem Hintergrund der steigenden Kosten auf Seiten des Fonds dafür ein, an der Wahlfreiheit festzuhalten, sich für eine externe oder eine interne Bewertung entscheiden zu können.

## 2. Bewertung bei Investitionen in Vermögenswerte des § 261 Abs. 1 Nr. 2-7 KAGB-E

Sowohl Sachwerte (§ 261 Abs. 1 Nr. 1 KAGB-E) als auch andere Vermögensgegenstände (§ 261 Abs. 1 Nr. 2-7 KAGB-E) sind von einem externen Bewerter zu bewerten, bevor ein geschlossener Publikums-AIF in sie investieren darf. Nach § 261 Abs. 6 KAGB-E ist bei der Investition in Vermögensgegenstände des § 261 Abs. 1 Nr. 2-7 KAGB-E vorgesehen, dass die Bewertung vom letzten Jahresabschluss der Zielgesellschaft auszugehen hat, es sei denn, der Stichtag des Jahresabschlusses liegt mehr als drei Monate vor dem Bewertungsstichtag. In diesem Fall soll die Bewertung von einer von einem Abschlussprüfer geprüften Vermögensaufstellung ausgehen.

Die Regelung ist nicht praktikabel. Es wird vielfach nicht möglich sein, die vorausgesetzte aktuelle, durch einen Abschlussprüfer geprüfte Vermögensaufstellung zu erhalten. Soweit es doch ermöglicht wird, wird die Zielgesellschaft die Mehrkosten, die ihr dadurch entstehen, auf den geschlossenen Publikums-AIF abwälzen. Da andere Marktteilnehmer Anteile an der Zielgesellschaft ohne diese aufsichtsrechtliche Pflicht kaufen können, befürchten wir zunächst einen Wettbewerbsnachteil von geschlossenen Publikums-AIF. Ferner scheint die aus dieser Pflicht erwachsende Kostensteigerung nicht bedacht worden zu sein. Diese bewegt sich nicht in einer angemessenen Balance zum tatsächlichen Nutzen.

Wir schlagen daher vor, bei der Bewertung ausschließlich vom letzten Jahresabschluss der Zielgesellschaft auszugehen. Soweit dies nicht gewollt ist, sollte zumindest die Frist auf sechs Monate erhöht werden, um die Zahl der Anwendungsfälle zu verringern.

3. Formulierungsvorschlag
  - a. Streichung der Vermögensaufstellungspflicht

§ 261

**Zulässige Vermögensgegenstände, Anlagegrenzen**

[...]

(6) Vor der Investition in einen Vermögensgegenstand im Sinne des Absatzes 1 Nummer 2 bis 6 ist der Wert der ÖPP-Projektgesellschaft, der Gesellschaft im Sinne des Absatzes 1 Nummer 3, des Unternehmens im Sinne des Absatzes 1 Nummer 4 oder des geschlossenen AIF im Sinne des Absatzes 1 Nummer 5 oder 6 durch einen externen Bewerter, der die Anforderungen nach § 216 Absatz 1 Satz 1 Nummer 1 und Satz 2, Absatz 2 bis 4 erfüllt, aber nicht zugleich die jährliche Bewertung der Vermögensgegenstände gemäß § 272 durchführt, zu ermitteln. Dabei ist von dem letzten mit Bestätigungsvermerk eines Abschlussprüfers versehenen Jahresabschluss der ÖPP-Projektgesellschaft, der Gesellschaft im Sinne des Absatzes 1 Nummer 3, des Unternehmens im Sinne des Absatzes 1 Nummer 4 oder des geschlossenen AIF im Sinne des Absatzes 1 Nummer 5 oder 6 ~~oder, wenn der Jahresabschluss mehr als drei Monate vor dem Bewertungsstichtag liegt, von den Vermögenswerten und Verbindlichkeiten der ÖPP-Projektgesellschaft, der Gesellschaft im Sinne des Absatzes 1 Nummer 3, des Unternehmens im Sinne des Absatzes 1 Nummer 4 oder des geschlossenen AIF im Sinne des Absatzes 1 Nummer 5 oder 6 auszugehen, die in einer vom Abschlussprüfer geprüften aktuellen Vermögensaufstellung nachgewiesen sind.~~

- b. Alternative: Verlängerung der Frist auf sechs Monate

§ 261

**Zulässige Vermögensgegenstände, Anlagegrenzen**

[...]

(6) Vor der Investition in einen Vermögensgegenstand im Sinne des Absatzes 1 Nummer 2 bis 6 ist der Wert der ÖPP-Projektgesellschaft, der Gesellschaft im Sinne des Absatzes 1 Nummer 3, des Unternehmens im Sinne des Absatzes 1 Nummer 4 oder des geschlossenen AIF im Sinne des Absatzes 1 Nummer 5 oder 6 durch einen externen Bewerter, der



die Anforderungen nach § 216 Absatz 1 Satz 1 Nummer 1 und Satz 2, Absatz 2 bis 4 erfüllt, aber nicht zugleich die jährliche Bewertung der Vermögensgegenstände gemäß § 272 durchführt, zu ermitteln. Dabei ist von dem letzten mit Bestätigungsvermerk eines Abschlussprüfers versehenen Jahresabschluss der ÖPP-Projektgesellschaft, der Gesellschaft im Sinne des Absatzes 1 Nummer 3, des Unternehmens im Sinne des Absatzes 1 Nummer 4 oder des geschlossenen AIF im Sinne des Absatzes 1 Nummer 5 oder 6 oder, wenn der Jahresabschluss mehr als ~~drei~~ sechs Monate vor dem Bewertungsstichtag liegt, von den Vermögenswerten und Verbindlichkeiten der ÖPP-Projektgesellschaft, der Gesellschaft im Sinne des Absatzes 1 Nummer 3, des Unternehmens im Sinne des Absatzes 1 Nummer 4 oder des geschlossenen AIF im Sinne des Absatzes 1 Nummer 5 oder 6 auszugehen, die in einer vom Abschlussprüfer geprüften aktuellen Vermögensaufstellung nachgewiesen sind.

## VIII. Rechnungslegung im Zusammenspiel mit § 152 KAGB-E

Sowohl aus Gründen des Anlegerschutzes als auch aufgrund der vom Gesetzgeber beabsichtigten Änderungen der Rechnungslegungsvorschriften für die Investmentkommanditgesellschaft ist es zur Vermeidung von Wertungswidersprüchen mit dem Handelsrecht geboten, die Vorschriften des HGB über das Wiederaufleben der Haftung des Kommanditisten im Falle der Investmentkommanditgesellschaft nicht anzuwenden.

### 1. Künftiger Maßstab: Verkehrswert

Hierzu folgender Hintergrund: In der Bilanz (Vermögensaufstellung) der Investmentkommanditgesellschaft sind die „dem Sondervermögen vergleichbaren Vermögensgegenstände und Schulden“, also insbesondere die erworbenen Sachwerte wie etwa Immobilien, nach dem KAGB-E künftig mit dem Verkehrswert anzusetzen. Anders als nach den ansonsten für Kommanditgesellschaften maßgeblichen Vorschriften des HGB sind somit insbesondere laufende Abschreibungen auf das Sachanlagevermögen nicht mehr Bestandteil des Bilanzausweises. Entsprechend finden auch in der Darstellung der Aufwands- und Ertragsrechnung, anders als im Rahmen der klassischen Gewinn- und Verlustrechnung nach HGB, die nach HGB gebotenen Abschreibungen keine Berücksichtigung mehr (vgl. §§ 158, 135 Abs. 3, Abs. 4, 101 Abs. 1 Satz 3 Nr. 1 und Nr. 4 KAGB).

### 2. Keine Ermittlungsgrundlage vorhanden

Nicht zuletzt aufgrund dieser beabsichtigten Änderung der Methodik der Rechnungslegung gegenüber der klassischen Kommanditgesellschaft sollten die Gläubigerschutzvorschriften des § 172 Abs. 4 HGB generell keine Anwendung auf die Investmentkommanditgesellschaft finden. Es fehlt dem Gläubiger und auch der Geschäftsführung der Investment-KG im Falle dieser Änderung an Anhaltspunkten in der Rechnungslegung der Investmentkommanditgesellschaft, um ein etwaiges Wiederaufleben der Haftung, das insbesondere bei Auszahlungen, die über viele Jahre über dem handelsrechtlichen Ergebnis liegen, eintreten kann, überhaupt ermitteln zu können. Bei der gegenwärtigen Fassung der Vorgaben für die Rechnungslegung wäre die aus der handelsrechtlichen Systematik heraus erforderliche Transparenz zur Feststellung, ob ein Fall des § 152 Abs. 2 KAGB vorliegt oder auszahlungsbedingt eintreten könnte, nicht mehr gewährleistet.

### 3. Sonderfälle sind erfasst

Aber auch Gründe des Anlegerschutzes sprechen für die generelle Nichtanwendung der Vorschriften über die Haftungsaufhebung des Kommanditisten auf die Investment-

kommanditgesellschaft: Unverständlicherweise greift der Gesetzgeber diesen Schutzgedanken bislang nur für die Sonderfälle des Ausscheidens des Kommanditisten durch Kündigung (§ 152 Abs. 6 KAGB-E) und die Auseinandersetzung des Gesellschaftsvermögens „nach Beendigung der Liquidation“ (§ 161 Abs. 3 KAGB-E) auf, indem er für diese Fälle eine Haftung der Kommanditisten für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft ausschließt. Achtung: dies würde dem Wortlaut nach nicht während der oft mehrere Jahre andauernden Liquidationsphase gelten und offenbart ebenfalls eine Schutzlücke für die Anleger.

#### 4. Lösungsweg: Ausschluss und Publizität

Bei diesen Sonderfällen sollte man nicht stehenbleiben, sondern die Gefahr des Wiederauflebens der Haftung für Anleger von Investmentkommanditgesellschaften auch mit Blick auf laufende Auszahlungen – und damit generell – ausschließen. Bei einem Abstellen auf handelsrechtliche Ansatzvorschriften im Rahmen des HGB-Abschlusses kann es bei langfristigen Investitionen über Kommanditgesellschaften erfahrungsgemäß leicht zu dem Fall kommen, dass der „Wert der Kommanditeinlage“ (gemäß handelsrechtlicher Ermittlung) durch Auszahlungen herabgemindert wird. Es scheint somit im Interesse eines durchgängigen Anlegerschutzes geboten, auch in diesen Fällen eine Inanspruchnahme der Anleger durch Gläubiger der Gesellschaft zu vermeiden.

Da die Firma der geschlossenen Investmentkommanditgesellschaft gemäß § 157 KAGB abweichend von § 19 Abs. 1 Nr. 3 HGB die Bezeichnung „geschlossene Investmentkommanditgesellschaft“ oder eine allgemein verständliche Abkürzung dieser Bezeichnung führen muss, bestehen auch bezüglich des in der handelsrechtlichen Registerpublizität angelegten Verkehrsschutzes keine Bedenken. Gläubiger können aufgrund der Kenntlichmachung der Investmentkommanditgesellschaft als Sonderform der Kommanditgesellschaft über die Firma, wie sie sich u.a. auch aus dem Handelsregister ergibt, Kenntnis darüber verschaffen, dass sie keine unmittelbaren Ansprüche gegen die Kommanditisten bzw. die Anleger dieses Gesellschaftstyps haben.

Am Rande sei angemerkt, dass eine entsprechende Änderung auch für die offene Investmentkommanditgesellschaft in § 127 Abs. 2 KAGB-E konsequent wäre.

#### 5. Folgeänderungen

Da im Falle einer Neufassung des § 152 Abs. 2 KAGB in dem vorstehenden Sinne generell ein Wiederaufleben der Haftung für Kommanditisten einer Investmentkommanditgesellschaft ausgeschlossen ist, bedarf es der Sonderregelungen für die Fälle

der Kündigung und der Liquidation nicht mehr. §§ 152 Abs. 6 und 161 Abs. 3 HGB können folglich entfallen.

Gleiches gilt für die offene Investmentkommanditgesellschaft mit Blick auf § 138 Abs. 2 (Liquidation), der ebenfalls entfallen könnte. Eine dem § 152 Abs. 6 entsprechende Vorschrift ist insoweit nicht ersichtlich.

6. Formulierungsvorschlag
  - a. Neufassung des § 152 Abs. 2 KAGB-E (und des § 127 Abs. 2 KAGB-E)

§ 152

**Anleger**

[...]

~~(2) Eine Rückgewähr der Einlage oder eine Ausschüttung, die den Wert der Kommanditeinlage unter den Betrag der Einlage herabmindert, darf nur mit Zustimmung des betroffenen Kommanditisten erfolgen. Vor der Zustimmung ist der Kommanditist darauf hinzuweisen, dass er den Gläubigern der Gesellschaft unmittelbar haftet, soweit die Einlage durch die Rückgewähr oder Ausschüttung zurückbezahlt wird. Bei mittelbarer Beteiligung über einen Treuhandkommanditisten bedarf die Rückgewähr der Einlage oder eine Ausschüttung, die den Wert der Kommanditeinlage unter den Betrag der Einlage herabmindert, zusätzlich der Zustimmung des betroffenen mittelbar beteiligten Anlegers; Satz 2 gilt entsprechend.~~ führt nicht zu einer Haftung des Kommanditisten gegenüber den Gläubigern der Gesellschaft. § 172 Abs. 4 HGB findet keine Anwendung.“

- b. Streichungen

§ 152 Abs. 6 und § 161 Abs. 3 (sowie § 138 Abs. 2) sind ersatzlos zu streichen.

7. Alternative: Anpassung der Zustimmungspflicht zur Rückgewähr von Kommanditeinlagen , § 152 Abs. 2 KAGB-E

Soweit der Gesetzgeber sich den o.g. Vorschlag nicht zu eigen macht, muss zwingend für eine rechtssichere Ermittlung von Haft- und Pflichteinlage gewährleistet werden.

Nach § 152 Abs. 2 KAGB-E kann eine Rückgewähr der geleisteten Kommanditeinlage oder eine Ausschüttung, die den Wert der Kommanditeinlage unter den Betrag der geleisteten Kommanditeinlage herabmindert, nur mit Zustimmung des betroffenen Anlegers erfolgen. Vor der Zustimmung ist der Anleger darauf hinzuweisen, dass er Gläubigern der Gesellschaft unmittelbar haftet, soweit die Einlage durch die Rückgewähr oder Ausschüttung zurückgezahlt wird.

Die Vorschrift lässt dabei außer Acht, dass regelmäßig der Betrag der Kommanditeinlage von dem der Hafteinlage abweicht. Üblicherweise wird für den Anleger eine niedrigere Haftsumme eingetragen bzw. vereinbart. Der geforderte Hinweis an die Anleger wäre dann vielfach falsch, soweit Pflicht- und Hafteinlage auseinanderfallen. Zudem widerspricht die Vorgabe der Lebenswirklichkeit der geschlossenen Fonds und dem Interesse vieler Anleger an regelmäßigen Auszahlungen. Von jedem Anleger zu fordern, einer Ausschüttung aus der freien Liquidität vorab zuzustimmen, auch wenn diese für den Anleger haftungsrechtlich zu keinem Nachteil führt, würde einen untragbaren bürokratischen Aufwand bedeuten. Diese Regelungen sollten daher so geändert werden, dass das Zustimmungserfordernis nur dann besteht, wenn durch die Auszahlung die Haftung der Anleger im Außenverhältnis wieder auflebt.

Höchst vorsorglich schlagen wir daher vor, § 152 Abs. 2 KAGB-E wie folgt zu verändern:

„§ 152  
Anleger

(...)

(2) Eine Rückgewähr der Einlage oder eine Ausschüttung, die ~~die Hafteinlage herabmindert, kann außerhalb einer Liquidation eine Ausschüttung, die den Wert der Kommanditeinlage unter den Betrag der Einlage herabmindert, darf~~ nur mit Zustimmung des betroffenen ~~Anlegers Kommanditisten~~ erfolgen. Vor der Zustimmung ist der Anleger ~~Kommanditist~~ darauf hinzuweisen, dass er den Gläubigern der Gesellschaft unmittelbar haftet, soweit die Hafteinlage durch die Rückgewähr oder Ausschüttung zurückbezahlt wird. ~~Bei mittelbarer Beteiligung über einen Treuhandkommanditisten bedarf die Rückgewähr der Einlage oder eine Ausschüttung, die den Wert der Kommanditeinlage unter den Betrag der Einlage herabmindert, zusätzlich der Zustimmung des betroffenen mittelbar beteiligten Anlegers; Satz 2 gilt entsprechend.~~

(...)

Hinweis zum Formulierungsvorschlag: Durch den Begriff des Anlegers sind die Treugeber bereits über Satz 1 und 2 erfasst. Satz 3 kann somit entfallen.

## IX. Vertriebsregeln

Die Regelungen zum Vertrieb von geschlossenen AIF sind in einzelnen Punkten unklar und nicht praktikabel und sollten noch verändert werden.

### 1. Vertriebsbegriff in § 293 Abs. 1 Satz 1 KAGB-E

Der Vertriebsbegriff in § 293 Abs. 1 Satz 1 KAGB-E geht über die Vorgaben der AIFM-Richtlinie hinaus. Aufgrund der daraus folgenden Unklarheiten und der Gefahr von massiven Einschränkungen bei „Pre-Sales“-Aktivitäten, sollte der Begriff weiter eingegrenzt werden.

Gemäß § 293 Abs. 1 Satz 1 KAGB umfasst der Begriff des „Vertriebs“ nicht nur das direkte und indirekte Anbieten oder Platzieren von Anteilen, sondern auch das „Werben für ein Investmentvermögen“. Unklar ist, welche vertriebsbezogenen Maßnahmen unter den Begriff des Werbens bereits fallen. Wir sehen hier die Gefahr, dass sog. „Pre-Sales“-Aktivitäten, wie z.B. etwa das Ansprechen von professionellen/semi-professionellen Anlegern während der Produktplanungsphase oder der Fall, dass mit größeren Vertriebspartnern erörtert wird, welche Produkte/Strukturierungen vom Vertriebspartner als geeignet angesehen werden, schon unter den Begriff des Werbens und damit des Vertriebs fallen könnten. Fraglich ist dies auch für den Fall, dass bei einer Roadshow mit den Produktentscheidern der Vertriebspartner und ohne Kundenkontakt ein geplantes Projekt vorgestellt wird.

Diese die konkrete Strukturierung und den Vertrieb erst vorbereitenden Maßnahmen sollten nicht unter den Vertriebsbegriff fallen. Das hätte nämlich zur Folge, dass mit diesen Maßnahmen erst nach einer erfolgreichen Vertriebsanzeige nach § 316 bzw. § 321 KAGB-E begonnen werden dürfte. In diesem Fall müsste der AIF aber schon bestehen und alle Details seiner Struktur feststehen, da alle den Fonds betreffenden Unterlagen (z.B. die Anlagebedingungen, Verkaufsprospekt) bei der Vertriebsanzeige mit einzureichen sind. Gewünschte Anpassungen könnten dann nicht mehr vorgenommen werden, was dazu führen würde, dass die von professionellen/semi-professionellen Anlegern und Vertriebspartnern gewünschten Produkte nicht mehr angeboten werden könnten.

„Vertrieb“ ist gemäß Art 4 Abs. 1 x) der AIFM-Richtlinie „das direkte oder indirekte, auf Initiative des AIFM oder in dessen Auftrag erfolgte Anbieten oder Platzieren von Anteilen an einem vom AIFM verwalteten AIF an Anleger oder bei Anlegern mit Wohnsitz oder Sitz in der Union.“ Das „Werben“ für einen AIF zusätzlich in die Vertriebsdefinition aufzunehmen, fordert die Richtlinie nicht.

Wir regen an, die den Begriff des Vertriebs ausschließlich auf das Anbieten und Platzieren von Anteilen zu beschränken:

### **§ 293**

#### Allgemeine Vorschriften

(1) Vertrieb ist das direkte oder indirekte Anbieten oder Platzieren von Anteilen oder Aktien eines Investmentvermögens ~~oder das Werben für ein Investmentvermögen~~. Als Vertrieb gilt nicht, wenn (...)

## 2. Vertriebsanzeige nach § 316 KAGB-E

Einige Anforderungen und der Prüfungsumfang im Rahmen des Vertriebsanzeigeverfahrens bedürfen der Klarstellung. Zudem sind die Fristen für das Vertriebsanzeigeverfahren noch immer zu lang.

### a. Weitere für den Anleger verfügbare Informationen gem. § 316 Abs. 1 Satz 2 Nr. 5 KAGB-E

Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft hat nach dem Regierungsentwurf künftig gegenüber der Bundesanstalt anzuzeigen, wenn sie Anteile von einem von ihr verwalteten inländischen Publikumsfonds vertreiben will. Das Anzeigeschreiben muss nach § 316 Abs. 1 Satz 2 KAGB-E bestimmte Angaben und Unterlagen wie z.B. einen Geschäftsplan für den Publikums-AIF (Nr. 1), die Anlagebedingungen und den Gesellschaftsvertrag (Nr. 2), Angaben zur Verwahrstelle (Nr. 3), den Verkaufsprospekt und die wesentlichen Anlegerinformationen (wAI) (Nr. 4) sowie alle weiteren für den Anleger verfügbaren Informationen über den angezeigten AIF (Nr. 5) enthalten.

Unklar ist, was unter der Nr. 5 „alle weiteren für den Anleger verfügbaren Informationen“ zu verstehen ist. Dies kann in der Weise verstanden werden, dass hiermit alle weiteren Fakten, die sich nicht bereits aus den Pflichtunterlagen (Verkaufsprospekt, wAI, Anlagebedingungen, Geschäftsplan) ergeben, gemeint sind. Bei sehr weiter Auslegung könnten darunter aber auch jegliche Informationsunterlagen wie z.B. Werbematerialien, die flankierend zum Prospekt und den wAI eingesetzt werden, verstanden werden.

Ein derart weites Verständnis wird von der Richtlinie nicht gefordert. Anhang III zur AIFM-Richtlinie regelt, welche Unterlagen und Angaben im Falle eines beabsichtigten Vertriebs beizubringen bzw. zu machen sind. In der Aufzählung des Anhang III heißt es, dass „eine Beschreibung des AIF bzw. alle für die Anleger verfügbaren Informati-

onen über den AIF“ beizubringen sind. Durch diese Formulierung wird deutlich, dass es dem Richtliniengeber darum geht, dass der Aufsicht eine vollumfängliche Beschreibung des AIF vorgelegt wird und sie über alle Fakten für ihre Prüfung verfügt. Es soll verhindert werden, dass Informationen an den Anleger ausgegeben werden, die den AIF näher beschreiben, ohne dass diese vorher der Aufsicht vorgelegt wurden.

Ein weites Verständnis, wonach auch alle Werbeunterlagen im Rahmen des Vertriebsanzeigeverfahrens einzureichen wären, ist nicht praktikabel. Zum einen ist zum Zeitpunkt der Vertriebsanzeige noch nicht – oder zumindest nicht im vollen Umfang – klar, welche Werbematerialien im Vertrieb eingesetzt werden sollen. Zum anderen werden mit dem Vertrieb externe Vertriebspartner wie z.B. Banken, Sparkassen oder § 34f-GewO-Vermittler beauftragt, die auch eigene Informations- und Werbematerialien erstellen und einsetzen. Für die AIF-Verwaltungsgesellschaft wäre es mit viel Aufwand und großen Unsicherheiten behaftet, wenn sie die Werbematerialien ihrer Vertriebspartner einholen und laufend bei der Bundesanstalt nachzureichen hätte. Eine Vorab-Überprüfung aller Werbeunterlagen durch die Aufsicht ist unüblich und derzeit für keine anderen Anlageprodukte vorgesehen. Dies würde zudem die Prüfzeiten unangemessen verlängern.

Ein solches Vorgehen ist aber auch nicht erforderlich. Werbeunterlagen müssen künftig den Vorschriften des § 302 KAGB-E genügen. Auch die Vertriebspartner haben bei der Erstellung und Verwendung von Werbeunterlagen ihre Pflichten aus § 23 KWG, § 31 Abs. 2 WpHG bzw. § 14 FinVermV zu beachten. Diese strahlen im Übrigen auch schon jetzt zurück auf die Werbematerialien, die der Fondsanbieter erstellt. Werbematerialien müssen redlich und eindeutig und dürfen nicht irreführend sein. Sie haben zudem konsistent zu den Angaben im Verkaufsprospekt, zu den Anlagebedingungen und zu den wesentlichen Anlegerinformationen sein und können in Stichproben von der Aufsicht geprüft werden. Diese Vorgaben reichen aus, um den Anleger zu schützen.



Wir regen daher an, § 316 Abs. 1 Satz 2 Nr. 5 KAGB-E wie folgt klarzustellen:

### § 316

Anzeigepflicht einer AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft  
beim beabsichtigten Vertrieb von inländischen Publikums-  
AIF im Inland

(1) Beabsichtigt eine AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft, Anteile oder Aktien an einem von ihr verwalteten inländischen Publikums-AIF im Geltungsbereich dieses Gesetzes zu vertreiben, so hat sie dies der Bundesanstalt anzuzeigen. Das Anzeigeschreiben muss folgende Angaben und Unterlagen in jeweils geltender Fassung enthalten:

1. einen Geschäftsplan, der Angaben zu dem angezeigten Publikums-AIF enthält;
  2. die Anlagebedingungen oder einen Verweis auf die zur Genehmigung eingereichten Anlagebedingungen und gegebenenfalls die Satzung oder den Gesellschaftsvertrag des angezeigten AIF;
  3. die Angabe der Verwahrstelle oder einen Verweis auf die von der Bundesanstalt gemäß den §§ 89, 69 Absatz 1 genehmigte Verwahrstelle des angezeigten AIF;
  4. den Verkaufsprospekt und die wesentlichen Anlegerinformationen des angezeigten AIF;
  5. alle weiteren für den Anleger verfügbaren Informationen über den angezeigten AIF, soweit deren Inhalte nicht bereits den vorstehenden Unterlagen entnommen werden können;
- (...)

#### b. Umfang der Prüfung nach § 316 Abs. 2 und 3 KAGB-E

Weitere Schwierigkeiten sehen wir im Hinblick auf den Prüfungsumfang im Rahmen der Vertriebsanzeige und der Dauer dieser Prüfung.

Gemäß § 316 Abs. 3 Satz 2 KAGB-E hat die Aufsichtsbehörde die eingereichten Unterlagen und Angaben daraufhin zu prüfen, ob diese gegen die Vorschriften des KAGB verstoßen.

Unklar bleibt, ob damit eine vollumfängliche inhaltliche Prüfung gemeint ist – insbes. ob die BaFin auch die Einhaltung der Grundsätze nach § 302 KAGB-E zu prüfen hätte und entsprechende Konformitätsbescheinigungen abgegeben werden oder nicht. Weiter wird nicht deutlich, ob die Prüfung der Unterlagen und Angaben einen vergleichbaren Umfang zu der derzeit nach VermAnlG vorzunehmenden Billigungsprüfung haben soll, oder ob damit eine formale Prüfung in Anlehnung an die alten Rege-

lungen zur Gestattung des öffentlichen Angebots nach § 8i Verkaufsprospektgesetz gemeint ist. Hier bedarf es dringend einer Klarstellung im Gesetz, damit die Unternehmen Rechtssicherheit haben.

### c. Dauer der Prüfung nach § 316 Abs. 2 und 3 KAGB-E

Wir begrüßen, dass die Fristen für das Vertriebsanzeigeverfahren im Regierungsentwurf gegenüber der Fassung des Diskussionsentwurfs deutlich verkürzt wurden. Da die Vermögensgegenstände regelmäßig schon vor dem Beginn des Vertriebes für die Fondsgesellschaft erworben werden und der Erwerb zwischenfinanziert wird, ist es wichtig, die Fristen für die Prüfung auf das erforderliche Minimum zu begrenzen. Jeder Tag, der den Vertriebsstart verzögert, löst damit weitere Kosten aus. Die Vorlaufzeiten für die Vorbereitung und Auflage von Fondsprodukten werden durch die neuen Regelungen ohnehin bereits deutlich länger. Eine Verlängerung der Prüffristen hätte die Kosten enorm in die Höhe getrieben und sich nachteilig auf die Ertragslage des AIF und damit zum Nachteil der Anleger ausgewirkt.

Im Hinblick auf die lange Dauer des Vertriebsanzeigeverfahrens ergibt sich aber auch noch ein weiteres Problem: Es droht die Gefahr, dass die Angaben im Verkaufsprospekt schon während der Dauer der Prüfung veralten.

Allerdings haben die Unternehmen zukünftig längere Zeiten einzukalkulieren, bis sie mit dem Vertrieb beginnen dürfen, da die Genehmigungsfristen für die Anlagebedingungen und die Verwahrstelle zeitlich einzukalkulieren sind. Gemäß § 316 Abs. 2 und 3 KAGB-E für die Vollständigkeitsprüfung sowie die materielle Prüfung beginnen diese erst zu laufen, wenn die Genehmigungen vorliegen.

Wir erarbeiten derzeit Muster für die Anlagebedingungen, die eine Prüfung erleichtern und den Aufwand begrenzen werden. Die in § 267 Abs. 2 KAGB-E vorgesehene Frist von vier Wochen für die Genehmigung der Anlagebedingungen könnte auf zwei Wochen verkürzt werden, da davon auszugehen ist, dass in den meisten Fällen die Muster verwendet werden und nur noch wenige Anlagebedingungen zu prüfen sind, die sich nicht an die Muster halten (siehe dazu auch den Formulierungsvorschlag unter V.2.).

## 3. Prospektierung

Regelungen zur Erstellung und zu den Mindestangaben für die Verkaufsprospekte geschlossener Publikums-AIF finden sich in den §§ 268, 269 KAGB-E. Die KVG ist

nach § 268 Abs. 1 KAGB-E die Verantwortliche für die Erstellung der Verkaufsprospekte.

#### a. Umfang der Prüfung der Verkaufsprospekte

Unklar bleibt, in welchem Umfang der Verkaufsprospekt von der BaFin zu prüfen ist, da es an einer Regelung entsprechend dem § 8 Vermögensanlagengesetz (VermAnlG) – Billigung des Verkaufsprospektes – fehlt. In § 8 VermAnlG wird der Umfang der Prospektprüfung klar geregelt; neben einer Vollständigkeitsprüfung hat die BaFin die Kohärenz und Verständlichkeit des Inhalts zu prüfen. Die Reichweite der Prospektprüfung nach dem KAGB-E wird nicht mit gleicher Klarheit beschrieben. Offen ist, ob damit eine Prüfung vergleichbar mit der derzeitigen Billigung gemeint ist, oder darunter eine weitergehende inhaltliche Kontrolle oder eine formelle Prüfung zu verstehen ist. Hier bedarf es dringend einer Klarstellung.

#### b. Aktualisierungen zum Verkaufsprospekt

Der Reg-E. sieht in § 316 Abs. 4 KAGB-E eine Aktualisierungspflicht für den Fall vor, dass sich Änderungen in den im Rahmen der Vertriebsanzeige übermittelten Angaben und Unterlagen ergeben.

Soweit Verkaufsprospekte zu aktualisieren sind, da sich für den Anlageinteressierten wesentliche Umstände verändert haben, wie z.B. ein neuer Mieter, oder der Erwerb eines (weiteren) Objektes, sollte dringend noch klargestellt werden, dass diese durch den Verkaufsprospekten beizulegende Austausch- oder Ergänzungsseiten dokumentiert werden können. Jedenfalls sollte es nicht zwingend erforderlich sein, den Verkaufsprospekt komplett auszutauschen.

Hintergrund ist, dass es derzeit bei geschlossenen Fonds üblich ist, dass ein ausgedruckter Verkaufsprospekt an den Anleger ausgehändigt wird. Die gedruckten Verkaufsprospekte werden an die Vertriebspartner zu Beginn des Vertriebes geliefert. Es wäre nicht praktikabel und äußerst kostspielig, wenn Änderungen zum Prospekt dazu führen würden, dass alle ausgelieferten Verkaufsprospekte gegen neue Verkaufsprospekte, ausgetauscht werden müssten.

#### c. Unklarheiten bzgl. der Mindestangaben im Verkaufsprospekt

Bezüglich der geforderten Mindestangaben verweist § 269 Abs. 1 KAGB-E in großen Teilen auf die in § 165 KAGB-E geregelten Mindestangaben für offene Publikums-AIF und fordert in Abs. 2 und Abs. 3 weitere zusätzliche Angaben. Die weitgehende Übertragung der Begrifflichkeiten aus dem Investmentgesetz und der damit abgebildeten Prozesse für die geschlossen Investment-KGs führen zu Unklarheiten.

Die Darstellung der Gesamtkostenquote basierend auf dem ablaufenden Geschäftsjahr nach § 165 Abs. 3 Nr. 5 KAGB-E ist z.B. problematisch, da es bei einer Neugründung (bei geschlossenen Fonds die Regel) ein ablaufendes Geschäftsjahr regelmäßig nicht gibt.

Im Hinblick auf die Vorgaben des § 165 Abs. 2 Nr. 34 KAGB-E gilt es diese angemessen einzuschränken, da ansonsten die Gefahr der uferlosen Darstellung droht. Unklar ist, wer hier als Berater bzw. Dienstleister darzustellen wäre und inwieweit aus den Vertragsbeziehungen berichtet werden müsste.

#### 4. Wesentliche Anlagerinformation (§§ 268, 270 KAGB-E)

Die Kapitalverwaltungsgesellschaft ist künftig dazu verpflichtet, wesentliche Anlegerinformationen (wAI) zu erstellen. Diese ersetzen das Vermögensanlagen-Informationsblatt (VIB) nach § 13 VermAnlG.

##### a. Umfang der Prüfung der wAI

Auch im Hinblick auf die wAI lässt der Gesetzentwurf offen, in welchem Umfang die Bundesanstalt die wAI künftig zu prüfen hat. Die Formulierung in § 316 Abs. 3 Satz 2 KAGB-E ist auch diesbezüglich nicht klar. Ist diese so zu verstehen, dass die Aufsicht künftig auch die Einhaltung der Vorgaben des § 166 Abs. 3 KAGB-E, wonach die wAI redlich, eindeutig und nicht irreführend sein dürfen, zu prüfen hat? Auch hierzu bedarf es einer Klarstellung.

##### b. Unklarheiten bzgl. der Mindestangaben

Inhalt, Form und Gestaltung haben sich nach den Vorgaben des § 270 KAGB-E, der in Teilen auf § 166 KAGB-E verweist, zu richten. Auch hier führen die Verweisung und die damit verbundene Übertragung der Begrifflichkeiten aus dem Investmentgesetz und der damit abgebildeten Prozesse zu Unklarheiten. Regelmäßig wird die Verweisung auf § 166 Abs. 5 KAGB-E nicht praktikabel sein. Dieser fordert die Darstellung einer Gesamtkostenquote auf Basis der Zahlen des vorangegangenen Geschäftsjahres. Ein vorangegangenes Geschäftsjahr, über das berichtet werden kann, wird es bei geschlossenen AIF selten geben.

c. Einführung einer spezialgesetzlichen Haftungsregelung entsprechend dem § 22 VermAnlG

Für die wAI gilt, dass für irreführende und unrichtige Angaben, die für die Beurteilung der Anteile von wesentlicher Bedeutung sind, sowie solche Angaben gehaftet wird, die nicht mit den einschlägigen Stellen im Verkaufsprospekt vereinbar sind. Eine dem § 22 VermAnlG entsprechende Regelung zur Haftungsbeschränkung, die derzeit für Vermögensanlagen gilt, fehlt dagegen und sollte noch in das Gesetz aufgenommen werden

Eine Haftung nach § 22 VermAnlG setzt voraus, dass das Erwerbsgeschäft während der Dauer des öffentlichen Angebots, jedoch spätestens innerhalb von zwei Jahren nach dem ersten öffentlichen Angebot der Vermögensanlagen im Inland, abgeschlossen wurde. Diese Regelung trägt dem Umstand Rechnung, dass anders als bei offenen Anlageprodukten sich die geschlossenen Produkte gerade dadurch auszeichnen, dass die Dauer des öffentlichen Angebots begrenzt ist. Eine Aktualisierung der Kurzinformation macht auch nur für die Dauer des öffentlichen Angebots Sinn und sollte auch nur in diesem Rahmen für die KVG erforderlich sein.

Der Gesetzgeber hat diese Überlegungen und Wertungen im Entwurf eines Gesetzes zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagengesetz zum Ausdruck gebracht (vgl. BT Drs. 17/6051, S. 38 Gesetzesbegründung zu § 22 Abs. 1 VermAnlG). Eine entsprechende Begrenzung der Haftung für den Anbieter geschlossener Publikums-AIF ist daher nur konsequent und sollte in das KAGB-E aufgenommen werden.

**Wir schlagen daher vor § 306 Abs. 2 um die Sätze 3 und 4 zu ergänzen:**

**§ 306**

Prospekthaftung und Haftung für die wesentlichen Anlegerinformationen

(...)

(2) Sind in den wesentlichen Anlegerinformationen enthaltene Angaben irreführend, unrichtig oder nicht mit den einschlägigen Stellen des Verkaufsprospekts vereinbar, so kann derjenige, der auf Grund der wesentlichen Anlegerinformationen Anteile oder Aktien gekauft hat, von der Verwaltungsgesellschaft und von demjenigen, der diese Anteile oder Aktien im eigenen Namen gewerbsmäßig verkauft hat, als Gesamtschuldner Übernahme der Anteile oder Aktien gegen Erstattung des von ihm gezahlten Betrages verlangen. Ist der Käufer in dem Zeitpunkt, in dem er von der Fehlerhaftigkeit der wesentlichen Anlegerinformationen Kenntnis erlangt hat, nicht mehr Inhaber des Anteils oder der Aktie, so kann er die Zahlung des Betrages verlangen, um den der von ihm gezahlte Betrag den Rücknahmepreis des Anteils oder der Aktie oder andernfalls den Wert des Anteils oder der Aktie im Zeitpunkt der Veräußerung übersteigt. Eine Haftung ist ausgeschlossen, wenn das Erwerbsgeschäft nicht nach Veröffentli-

chung des Verkaufsprospekts und während der Dauer der Vertriebsphase, spätestens jedoch innerhalb von zwei Jahren nach dem Beginn der Vertriebsphase der Anteile oder Aktien im Inland abgeschlossen wurde. Eine Haftung ist auch dann ausgeschlossen, wenn der Sachverhalt, über den unrichtige Angaben in den wesentlichen Anlegerinformationen enthalten sind, nicht zu einer Minderung des Erwerbspreises der Anteile oder Aktien beigetragen hat.

(...)

## X. Vorschriften für geschlossene Investmentkommanditgesellschaften

Die allgemeinen Vorschriften für geschlossene Investmentkommanditgesellschaften bedürfen an einigen Stellen noch der Nachbesserung, da diese noch nicht ausreichend den gesellschaftsrechtlichen Besonderheiten entsprechen.

### 1. Ermöglichung von Treuhandgestaltungen bei Spezial-AIF

Gemäß § 152 Abs. 1 Satz 2 KAGB-E dürfen sich die Anleger an einer geschlossenen Publikumsinvestmentkommanditgesellschaft nur mittelbar über einen Treuhandkommanditisten beteiligen. Es ist nicht nachvollziehbar, warum Treuhandgestaltungen bei geschlossenen Spezialinvestmentkommanditgesellschaften ausgeschlossen sein sollen. Gerade bestimmte Anlegergruppen (bspw. Family Offices), die für eine Beteiligung an einem geschlossenen Spezial-AIF in Betracht kommen, besitzen häufig ein hohes Diskretionsbedürfnis. Auch sie sollten sich mittelbar über Treuhänder beteiligen dürfen.

Wir regen daher an, § 152 Abs. 1 Satz 2 KAGB-E ersatzlos zu streichen und § 152 Abs. 1 Satz 1 KAGB-E folgendermaßen zu ändern:

#### **§ 152**

##### Anleger

(1) Anleger dürfen sich an der geschlossenen Investmentkommanditgesellschaft nur unmittelbar als Kommanditisten oder mittelbar als Treugeber über einen Kommanditisten (Treuhandkommanditisten) beteiligen. ~~Abweichend von Satz 1 dürfen sich Anleger an der geschlossenen Publikumsinvestmentkommanditgesellschaft auch mittelbar über einen Kommanditisten (Treuhandkommanditisten) beteiligen.~~ Bei mittelbarer Beteiligung über einen Treuhandkommanditisten hat der mittelbar beteiligte Anleger im Innenverhältnis der Gesellschaft und der Gesellschafter zueinander die gleiche Rechtsstellung wie ein Kommanditist. Der mittelbar beteiligte Anleger oder der am Erwerb einer mittelbaren Beteiligung Interessierte gilt als Anleger oder am Erwerb eines Anteils Interessierter im Sinne dieses Gesetzes.

(...)

### 2. Formale Vorgaben gemäß § 150 Abs. 3 KAGB-E

#### a. Schriftformerfordernis

§ 150 Abs. 3 Nr. 1 KAGB-E sieht vor, dass Ladungen zur Gesellschafterversammlung nur *schriftlich* unter vollständiger Angabe der Beschlussgegenstände erfolgen dürfen.

Soweit mit der Vorgabe Schriftform i.S.d. § 126 BGB gemeint sein sollte, wäre nicht nachvollziehbar, warum eine Textform i.S.d. § 126b BGB nicht ausreichen soll. Das Erfordernis einer Schriftform ohne jedwede Öffnungsklausel erscheint im Hinblick auf die Entwicklung der Kommunikation unangemessen und nicht zeitgemäß. Auch mit einer Ladung in Textform wird die laut Gesetzesbegründung gewünschte Transparenz gewährleistet. Für die Ladungen zu Gesellschafterversammlungen sollte die Textform i.S.d. § 126b zugelassen werden (siehe dazu weiter unten den Formulierungsvorschlag).

#### b. Erfordernis der Übersendung eines schriftlichen Protokolls

Auch die Vorgaben in § 150 Abs. 3 Nr. 2 KAGB-E sind nicht zeitgemäß und stehen einer effizienten Anlegerverwaltung entgegen. Es ist vorgesehen, dass über die Ergebnisse der Gesellschafterversammlung ein schriftliches Protokoll anzufertigen ist, das den Anlegern zu übersenden ist. In der Praxis ist vielfach festzustellen, dass Dokumente in Schriftform nicht erwünscht sind. Eine Übersendung des Protokolls in Dateiform spart zudem Portokosten und Ressourcen. Es sollte den Anlegern überlassen werden zu entscheiden, in welcher Form sie die Protokolle übersandt bekommen.

#### **§ 150 Abs. 3 KAGB-E sollte insoweit wie folgt formuliert werden:**

##### **§ 150**

##### Gesellschaftsvertrag

(...)

(3) Der Gesellschaftsvertrag hat vorzusehen, dass

1. Ladungen zu Gesellschafterversammlungen ~~nur schriftlich~~ unter vollständiger Angabe der Beschlussgegenstände in Textform (§ 126 b BGB) erfolgen und
2. über die Ergebnisse der Gesellschafterversammlung ein schriftliches Protokoll anzufertigen ist, von dem dem Anleger eine Abschrift in Dateiform zu übersenden ist, soweit er nicht eine Übersendung in Papierform verlangt. ~~das den Anlegern von der geschlossenen Investmentkommanditgesellschaft zu übersenden ist.~~

(...)

#### 3. Technischer Hinweis zu § 153 Abs. 3 KAGB-E

In § 153 Abs. 3 Satz 3 KAGB-E heißt es, dass die Mitglieder des Beirats Gewähr dafür bieten müssen, dass die Interessen der *Aktionäre* gewahrt werden. Hier liegt offenbar ein Versehen vor, da es für die geschlossene Investmentkommanditgesellschaft *Anleger* heißen müsste.



## XI. Definition semi-professioneller Anleger

Wir setzen uns dafür ein, in der Definition des semi-professionellen Anlegers (§ 1 Abs. 19 Nr. 33 KAGB-E) die zusätzlichen Anforderungen an die Prüfung der Geeignetheit des Produkts für den Anleger nach § 1 Abs. 19 Nr. 33 Buchst. a) Doppelbuchstabe cc) bis ee) KAGB-E zu streichen. Wie bereits oben bei unseren Hinweisen zu nicht-risikogemischten Fonds nach § 261 Abs. 2 Satz 1 Nr. 2 b KAGB-E angemerkt, stoßen diese Anforderungen auf massive Bedenken in der Praxis. Neben der rechtlichen Unsicherheit drohen erhebliche Vertriebshindernisse, die im Ergebnis dazu führen werden, dass der geschlossene Spezial-AIF für semi-professionelle Anleger bedeutungslos bleiben wird. Vor diesem Hintergrund sollte von diesen Pflichten auch für den semi-professionellen Anleger Abstand genommen werden. Hierbei wird der Schutzzumfang für den Anleger nicht verringert. Unseres Erachtens ist die Kundenexploration, die aufgrund der Wohlverhaltenspflichten des WpHG durchzuführen ist, sachnäher und in ihrer Schutzwirkung für den Anleger sogar stärker. Vor dem Fondsbetritt hat die Kapitalverwaltungsgesellschaft keinen direkten Kontakt zum Anleger. Nur der Vertrieb kann eine Bewertung von Kenntnissen und Erfahrungen etc. des Anlegers vornehmen.

Für die Qualifikation als semi-professioneller Anleger sollte daher die Mindestinvestitionssumme von 200.000 Euro sowie die Risikobestätigung des Anlegers (§ 1 Abs. 19 Nr. 33 Buchst. a) Doppelbuchst. aa) und bb) genügen.

Änderungsvorschlag:

### **§ 1**

#### **Begriffsbestimmungen**

[...]

(19) Die folgenden Begriffe werden für die Zwecke dieses Gesetzes wie folgt bestimmt:

[...]

33. Semi-professioneller Anleger ist

a) jeder Anleger,

aa) der sich verpflichtet, mindestens 200 000 Euro zu investieren und

bb) der schriftlich in einem vom Vertrag über die Investitionsverpflichtung getrennten Dokument angibt, dass er sich der Risiken im Zusammenhang mit der beabsichtigten Verpflichtung oder Investition bewusst ist.

~~ee) dessen Sachverstand, Erfahrungen und Kenntnisse die AIF-Verwaltungsgesellschaft bewertet, ohne von der Annahme auszugehen, dass der Anleger über die Marktkenntnisse und Erfahrungen der in Anhang II Abschnitt I der Richtlinie 2004/39/EG genannten Anleger verfügt,~~

~~dd) bei dem die AIF-Verwaltungsgesellschaft unter Berücksichtigung der Art der beabsichtigten Verpflichtung oder Investition hinreichend davon überzeugt ist, dass er in der Lage ist, seine Anlageentscheidungen selbst zu treffen, und die damit einhergehenden Risiken versteht und dass eine solche Verpflichtung für den betreffenden Anleger angemessen ist, und~~

~~ee) dem die AIF-Verwaltungsgesellschaft schriftlich bestätigt, dass sie die unter Doppelbuchstaben ee genannte Bewertung vorgenommen hat und die unter Doppelbuchstaben dd genannten Voraussetzungen gegeben sind;~~

[...]

## XII. Erforderliche Anpassungen im Rahmen der Bereichsausnahmen des KWG und WpHG

Mit Inkrafttreten des Gesetzes zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts wurde u.a. die Definition für Finanzinstrumente nach § 1 Abs. 11 KWG sowie nach § 1 Abs. 2b WpHG um Vermögensanlagen gem. § 1 Abs. 2 VermAnlG erweitert. Dies hatte die grundsätzliche Einschlägigkeit verschiedener Erlaubnistatbestände nach § 1 Abs. 1 und 1a) KWG für bestimmte Dienstleistungen im Zusammenhang mit der Verwaltung und der Emission geschlossener Fonds zur Folge. So hätte die bei geschlossenen Fonds gängige Treuhandtätigkeit bspw. als Finanzkommissionsgeschäft im Sinne des § 1 Abs. 1 Nr. 10 KWG qualifizieren können. Da es insbesondere im Hinblick auf die bevorstehende AIFM-Regulierung nicht der Intention des Gesetzgebers entsprach, diese Dienstleistungen im Dunstkreis der Anbieter geschlossener Fonds einer Erlaubnispflicht nach § 32 KWG zu unterwerfen, wurden in

- § 2 Abs. 1 Nr. 10 KWG (Finanzkommissionsgeschäft),
- § 2 Abs. 1 Nr. 11 KWG (Emissionsgeschäft),
- § 2 Abs. 6 Nr. 8 KWG (Anlageberatung, Anlage- und Abschlussvermittlung),
- § 2 Abs. 19 KWG (Platzierungsgeschäft) sowie
- § 2 Abs. 20 KWG (Anlageverwaltung und Finanzportfolioverwaltung)

verschiedene Bereichsausnahmen eingeführt bzw. im Falle des § 2 Abs. 6 Nr. 8 KWG bestehende Bereichsausnahmen erweitert. Die Bereichsausnahmen bzw. deren Anpassungen beschränkten sich jeweils auf Tätigkeiten im Zusammenhang mit Vermögensanlagen.

Mit Inkrafttreten des AIFM-UmsG werden Anteile an geschlossenen Fonds in aller Regel als Investmentvermögen im Sinne des § 1 Abs. 1 KAGB-E und dadurch gem. § 1 Abs. 2 VermAnlG-E zugleich nicht mehr als Vermögensanlagen einzustufen sein. Da auch Investmentvermögen im Sinne des § 1 Abs. 1 KAGB-E zukünftig als Finanzinstrumente nach § 1 Abs. 11 Nr. 5 KWG-E anzusehen sind, bleiben die genannten Verwaltungs- und Vertriebstätigkeiten im Zusammenhang mit geschlossenen Fonds grundsätzlich erlaubnispflichtig nach § 32 KWG. Durch den Entwurf zum AIFM-UmsG wurden die eingeführten bzw. angepassten Bereichsausnahmen mit Bezug zu Vermögensanlagen allerdings nicht bzw. nicht ausreichend überarbeitet. Für die KWG-relevanten Dienstleistungen in Verbindung mit in Zukunft als Investmentvermögen ausgestalteten geschlossenen Fonds würden die Bereichsausnahmen dadurch nicht mehr greifen.

Es ist kein Grund ersichtlich, warum besagte Tätigkeiten nicht weiterhin von der Erlaubnispflicht nach § 32 KWG befreit werden sollten. Dies gilt umso mehr, als dass durch die KVG zukünftig eine vollumfängliche BaFin-Aufsicht gewährleistet ist. Wir gehen vor diesem Hintergrund davon aus, dass die fehlenden Anpassungen in den genannten Bereichsausnahmen auf ein gesetzgeberisches Versehen zurückzuführen ist. Hierfür spricht zudem der Umstand, dass die Bereichsausnahme für Anlageberater, Anlage- und Abschlussvermittler in § 2 Abs. 6 Nr. 8 KWG anders als für die weiteren Bereichsausnahmen entsprechend der Anwendung des § 1 Abs. 1 KAGB-E auf geschlossene Fonds im AIFM-UmsG-E nicht übersehen und zutreffend angepasst wurde.

**Damit die einschlägigen Bereichsausnahmen auch im Zusammenhang mit geschlossenen AIF unter dem KAGB greifen könnten, sollten in § 2 KWG entsprechende Erweiterungen mit Bezug auf geschlossene Investmentvermögen vorgenommen werden. Einer entsprechenden Anpassung bedarf es zudem in § 2a Abs. 1 Nr. 14 WpHG.**

### XIII. Erweiterung des § 16 Abs. 5 FinVermV auf AIF

§ 16 Abs. 5 FinVermV befreit Finanzanlagenvermittler im Falle einer Anlagevermittlung von der Pflicht nach § 16 Abs. 2 FinVermV, Informationen beim Anleger über dessen Kenntnisse und Erfahrungen in Bezug auf Finanzgeschäfte (sog. Angemessenheitsprüfung) einzuholen.

Voraussetzung für diese Befreiung ist,

- dass der Anlagevermittler auf Veranlassung des Kunden Anlagevermittlung in Bezug auf Anteile an Investmentvermögen im Sinne der OGAW-Richtlinie erbringt, die den Anforderungen entsprechen und
- den Kunden darüber informiert, dass keine Angemessenheitsprüfung im Sinne des § 16 Abs. 2 FinVermV vorgenommen wird.

Mit Umsetzung der AIFM-Richtlinie werden geschlossene Fonds AIF. Gegenüber OGAW-Fonds befinden sich (geschlossene) AIF damit auf einem vergleichbaren Regulierungsniveau. Die Vorschrift des § 16 Abs. 5 FinVermV sollte daher auf sämtliche AIF ausgeweitet werden.

Berlin, den 8. März 2013

VGF Verband Geschlossene Fonds e.V.