

An die  
Mitglieder des Finanzausschusses  
des Deutschen Bundestages  
Platz der Republik 1  
11011 Berlin

Datum	Durchwahl	E-Mail
Frankfurt, den 6. März 2013	069 15 40 90 236	marcus.mecklenburg@bvi.de

**Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Umsetzungsgesetz – AIFM-UmsG) BT-Drs. 17/12294**

Sehr geehrte Frau Vorsitzende,  
sehr geehrte Damen und Herren Abgeordnete,

wir danken für die Einladung zur öffentlichen Anhörung zu dem vorgenannten Gesetzentwurf und nutzen gerne die Möglichkeit, die aus Sicht der Investmentwirtschaft zentralen Aspekte vorab schriftlich darzulegen. Generell unterstützen wir das Ziel des Gesetzesentwurfs, ein in sich geschlossenes Regelwerk für Investmentfonds und Manager zu schaffen. Unserer Stellungnahme zu den Einzelregelungen stellen wir folgende generelle Bemerkungen voran:

**Geplante Neuregelungen für Immobilien-Sondervermögen**

Wir begrüßen ausdrücklich, dass das noch im Diskussionsentwurf enthaltene Verbot neuer offener Immobilienfonds in der vorliegenden Kabinettsfassung aufgegeben wurde. Offene Immobilienfonds stellen eine sinnvolle Möglichkeit für Kleinanleger dar, diversifiziert in Immobilien zu investieren.

Kritisch sehen wir allerdings die geplanten Neuregelungen für Anteilrückgaben und Anteilausgaben für neue Immobilien-Sondervermögen, die nach Inkrafttreten des Gesetzes aufgelegt werden („Neufonds“). Anteilrückgaben sollen zwingend ausschließlich auf einen einzigen Termin im Jahr begrenzt und Anteilausgaben in Abhängigkeit vom Rückgabetermin nur noch alle drei Monate möglich sein. Diese Verschärfungen sind weder praxisgerecht noch berücksichtigen sie die Anlegerbelange. Eine zwingende Begrenzung der Rückgaben der Anteile ausschließlich auf einen einzigen Termin im Jahr ist für den normalen Kleinsparer nicht vorteilhaft. Dies verbunden mit den Halte- und Kündigungsfristen würde den offenen Immobilienfonds für viele Privatanleger endgültig unattraktiv machen. Ein Auszahlplan mit z.B. monatlichen Auszahlungen zur Aufbesserung der Rente wäre nicht mehr möglich. Anteilrückgaben sollten daher sowohl einmal jährlich als auch – wie bisher – börsentäglich möglich sein.

Die geplante Beschränkung der Zugangsmöglichkeiten, also der Ausgaben, bei Neufonds auf nur vier Termine pro Jahr ist für uns ebenfalls nicht nachvollziehbar. Sie schränkt die Investitionsmöglichkeiten



der Anleger massiv ein, ohne dass hierfür ein legitimer Grund erkennbar wäre. Eine börsentägliche Anteilsausgabe (auch bei nicht täglicher Rückgabe von Anteilen) ist jedoch für den unterjährigen Aufbau der Liquiditätsquote zur Erfüllung der fristgemäß gekündigten Rückgaben und damit für ein planbares Liquiditätsmanagement äußerst hilfreich und sollte daher nicht aufgegeben werden.

Besonders kritisch sehen wir die geplanten Regelungen für bis zum 21. Juli 2013 aufgelegte Immobilien-Sondervermögen („Altfonds“). Der Entwurf sieht bei diesen Fonds nunmehr nur noch einen Bestandsschutz für Anleger vor, die vor dem Inkrafttreten des Kapitalanlagegesetzbuchs Anteile gehalten haben („Altanleger“). Für Anleger, die nach dem 21. Juli 2013 neue Anteile erwerben („Neuanleger“), sollen dagegen die neuen Regelungen mit den eingeschränkten Ausgabe- und Rückgabemöglichkeiten gelten. Lediglich Altanleger sollen also Anteile (im Rahmen des Freibetrags von 30.000 Euro pro Kalenderhalbjahr) börsentäglich zurückgeben können, während Neuanleger nur einmal im Jahr die Möglichkeit zur Rückgabe haben sollen. Durch die unterschiedlichen Rückgabemöglichkeiten für vor und nach dem Stichtag erworbene Anteile würde es zu Ungleichbehandlungen der Anlegergruppen kommen, da es bei gleichem Risikoprofil der Anlage nur den Altanlegern möglich wäre, ihre Anteile bis zur Freibetragsgrenze zeitnah zu veräußern. Hierdurch befürchten wir ein „Austrocknen“, weil der Altfonds für Neuanleger damit unattraktiv wird. Insbesondere Anlegern mit geringen Anlagevolumina wird damit eine einfache Anlagemöglichkeit – gerade im Rahmen von Sparplänen – genommen. Damit würde entgegen dem ursprünglich mit dem Bestandsschutz verfolgten Ziel der Altbestand von 61 Mrd. Euro erneut gefährdet.

Auf Grundlage der vorstehenden Ausführungen ist ein vollumfänglicher Bestandsschutz für Altfonds erforderlich. Darüber hinaus sollten Neufonds zukünftig folgende Merkmale aufweisen:

- Tägliche Ausgabe von Anteilen auch bei nur einmal jährlicher Rücknahme möglich
- Rücknahme von Anteilen börsentäglich oder mindestens einmal jährlich möglich
- Keine Kopplung von Ausgabe- und Rücknahmetermine
- Wegfall des Freibetrags
- Anteilige vierteljährliche Erfüllung der Rücknahmeverlangen bei Liquiditätsengpässen

Ferner regen wir an, die Regelungen zur Bewertung der Vermögensgegenstände eines offenen Immobilienfonds auf den Vorgaben des § 77 Investmentgesetz aufzubauen. Der Sachverständigenausschuss ist ein bewährtes Qualitätsmerkmal der offenen Immobilien-Publikumsfonds.

### **Konzernfonds**

Wir sehen weiterhin ein dringendes Klarstellungsbedürfnis, dass Kapitalanlagegesellschaften (künftig: Kapitalverwaltungsgesellschaften), die bislang Spezial- oder Publikumsfonds ausschließlich für mit ihr verbundene Gesellschaften verwaltet haben, mit diesen Investmentvermögen nicht aus dem Anwendungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuchs herausfallen. Ansonsten hätte dies für die betroffenen Kapitalverwaltungsgesellschaften insbesondere zur Folge, dass deren Investmentvermögen künftig nicht als zulässige Anlage für Versicherungen in Betracht kämen, da diese nur in regulierte Fonds investieren dürfen. Hiervon betroffen wäre ein Anlagevolumen von rund 300 Milliarden Euro. In Anbetracht des gesetzgeberischen Ziels, „dem Bedürfnis insbesondere von Sozialkapital wie Versicherungen und Pensionskassen an der Beibehaltung von gesetzlichen Rahmenbedingungen für die steuerliche und bilanzielle Einstufung Rechnung zu tragen“, kann dieses Ergebnis nicht gewollt sein. Im Interesse der Rechtssicherheit sollte daher eine Rückausnahme in dem Sinne geschaffen werden, dass das Kapitalanlagegesetzbuch grundsätzlich auch für Kapitalverwaltungsgesellschaften gilt, soweit diese offene Investmentvermögen für Konzerngesellschaften verwalten.

### Zulässiger Kreis der Spezialfondsanleger

Wir begrüßen ausdrücklich, dass der Kabinettsentwurf die Rechtsfigur des „semi-professionellen Anlegers“ schafft, der Anteile an einem Spezial-AIF erwerben darf. Der Entwurf stellt damit semi-professionelle Anleger, bei denen es sowohl im Hinblick auf das Investitionsvolumen als auch ihre Expertise gerechtfertigt ist, professionellen Anlegern gleich.

Die für semi-professionelle Anleger geltenden Anforderungen, die sich aus der geplanten Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds ableiten, würden dem Risikoprofil eines Spezialfonds allerdings nicht gerecht und sind daher zu weitgehend. Anders als Risikokapitalfonds investieren Spezialfonds nicht schwerpunktmäßig in Beteiligungskapital für Jungunternehmen und stellen daher keine besonderen Anforderungen an Sachverstand, Erfahrungen und Kenntnisse der Anleger. Als semi-professionelle Anleger sollten sich daher zusätzlich auch Anleger qualifizieren, die in Spezial-AIF eine Mindestanlage-summe (z. B. 3 Mio. Euro) investieren und dadurch das erforderliche Maß an Professionalität nachweisen, ohne dass es einer weiteren Prüfung bedarf. Das Absehen von zusätzlichen Anforderungen würde Erleichterungen für z. B. Stiftungen, Arbeitgeberverbände und kirchliche Einrichtungen bewirken.

### Bewahrung der Anlagemöglichkeiten von Gemischten und Sonstigen Sondervermögen

Gemischten und Sonstigen Sondervermögen soll künftig der Neuerwerb von Anteilen an Immobilien- und Hedgefonds untersagt sein. Bislang dürfen Gemischte Sondervermögen bis zu 10 Prozent und Sonstige Sondervermögen bis zu 30 Prozent des Wertes des Sondervermögens in Hedgefondsanteile anlegen. Für Anteile an Immobilien-Sondervermögen bestehen derzeit keine Erwerbsgrenzen.

Ein generelles Erwerbsverbot für Anteile an Immobilienfonds lässt sich nicht rechtfertigen. Einer Einschränkung der Liquidität auf Ebene des Immobilien-Sondervermögens wäre durch Erwerbsgrenzen hinreichend Rechnung getragen. Wir regen in unserem Vorschlag daher an, diese Grenzen bei Immobilien-Sondervermögen bei 30 Prozent des Wertes des Sondervermögens festzusetzen. Ebenso sollte die Möglichkeit des Erwerbs von Anteilen Immobilien- und Hedgefonds-Anteilen auch künftig als Beimischung für Gemischte und Sonstige Sondervermögen genutzt werden können. Hierdurch werden die Risiken dieser Fondstypen weiter diversifiziert. Aufgrund der besonderen Risiken einer Vermögensanlage in Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken bzw. einer eingeschränkten Liquidität bei Immobilien-Sondervermögen stellen Erwerbsbeschränkungen hinreichend sicher, dass der Anleger von den Vorteilen dieser Fondstypen profitieren kann, ohne dass diese Anlageform übergewichtet werden kann. Dem Anleger wird damit ein Produkt mit optimaler Asset Allocation angeboten.

Ausführliche Anmerkungen zu den Einzelregelungen des Entwurfs, auch zu den vorbeschriebenen Aspekten, haben wir in der beigefügten **Anlage** zusammengefasst.

Mit freundlichen Grüßen



Thomas Richter



Rudolf Siebel LL.M.

Frankfurt am Main, 6. März 2013

**BVI Petiten zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie  
2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds  
BT-Drs.17/12294**

**Artikel 1 KAGB-E**

<b>I. Allgemeine Vorschriften</b>	<b>5</b>
<i>Zu § 1 Absatz 1 Satz 1 KAGB-E (Definition von Investmentvermögen)</i>	5
<i>Zu § 1 Absatz 19 Nr. 24 KAGB-E (Definition „Kollektive Vermögensverwaltung“)</i>	5
<i>Zu § 1 Absatz 19 Nr. 33 KAGB-E (Definition „semi-professioneller Anleger“)</i>	6
<i>Zu § 1 Absatz 19 Nr. 33 KAGB-E („semi-professioneller Anleger“ und Vertrieb)</i>	7
<i>Zu § 2 Absatz 3 KAGB-E (Konzern-AIF)</i>	7
<b>II. Regelungen zur Kapitalverwaltungsgesellschaft</b>	<b>8</b>
<i>Zu § 26 Absatz 5 KAGB-E (Allgemeine Verhaltensregeln)</i>	8
<i>Zu § 36 Absatz 1 Satz 1 KAGB-E (Auslagerung)</i>	9
<i>Zu § 36 Absatz 1 Nr. 3 KAGB-E (Genehmigung der Auslagerung des Portfolio- und Risikomanagements)</i>	10
<i>Zu § 54 Absatz 1, 3 und 5 KAGB-E (Zweigniederlassung und grenzüberschreitender Dienstleistungsverkehr von EU-AIF-Verwaltungsgesellschaften im Inland)</i>	10
<b>III. AIF-Verwahrstelle</b>	<b>11</b>
<i>Zu § 80a KAGB-E (neu) (Ausgabe und Rücknahme von Anteilen)</i>	11
<b>IV. Offene inländische Investmentvermögen</b>	<b>11</b>
<i>Zu § 89 Absatz 3 KAGB-E (Geltendmachung von Ansprüchen der Anleger):</i>	11
<i>Zu § 91 Absatz 3 KAGB-E (Rechtsform)</i>	12
<i>Zu § 93 Absatz 6 Satz 2 KAGB-E (Aufrechnungsverbot)</i>	13
<i>Zu § 102 KAGB-E (Abschlussprüfung)</i>	13
<i>Zu § 115 KAGB-E (Gesellschaftskapital)</i>	14
<i>Zu § 117 Absatz 1 und Absatz 5 KAGB-E (Teilgesellschaftsvermögen; Verordnungsermächtigung)</i>	14
<i>Zu § 117 Absatz 6 (neu) KAGB-E (Teilgesellschaftsvermögen; Verordnungsermächtigung)</i>	15
<i>Zu §§ 124 ff. KAGB-E (Allgemeine Vorschriften für offene InvKGen)</i>	15
<i>Zu § 127 Absatz 2, § 133 Absatz 2 und § 138 Absatz 2 KAGB-E (Gesellschaftsvermögen)</i>	16
<i>Zu § 131 Absatz 1 KAGB-E (Gesellschaftsvermögen)</i>	17
<b>V. Geschlossene inländische Investmentvermögen</b>	<b>17</b>
<i>Zu § 140 Absatz 3 (Rechtsform, Anwendbare Vorschriften) und § 149 KAGB-E (Rechtsform, Anwendbare Vorschriften)</i>	17
<i>Zu § 144 und § 154 KAGB-E (Verwaltung und Anlage)</i>	18

<b>VI. Offene Publikumsinvestmentvermögen</b>	<b>19</b>
<i>Zu § 163 Absatz 3 Satz 3 KAGB-E (Änderung der Anlagebedingungen bei Immobilienfonds)</i>	19
<i>Zu § 170 KAGB-E (Veröffentlichung des Nettoinventarwertes)</i>	20
<i>Zu § 182 KAGB-E (Genehmigung der Verschmelzung)</i>	20
<i>Zu § 187 KAGB-E (Rechte der Anleger)</i>	20
<i>Zu § 216 Absatz 1 KAGB-E (Bewerter)</i>	21
<i>Zu § 216 Absatz 1 KAGB-E (Bestellung der Bewerter und Auslagerung)</i>	21
<i>Zu § 219 und § 221 KAGB-E (Zulässige Vermögensgegenstände von Gemischten und Sonstigen Sondervermögen)</i>	22
<i>Zu § 221 Absatz 5 KAGB-E (Zulässige Vermögensgegenstände von Sonstigen Sondervermögen)</i>	23
<b>VII. Immobilien-Sondervermögen</b>	<b>24</b>
<i>Zu § 231 Absatz 2 KAGB-E (Zulässige Vermögensgegenstände, Anlagegrenzen):</i>	24
<i>Zu § 232 Absatz 2 KAGB-E (Erbbaurechtsbestellung)</i>	24
<i>Zu § 232 Absatz 3 KAGB-E (Erbbaurechtsbestellung)</i>	25
<i>Zu § 235 Absatz 2 Nummer 1 KAGB-E (Anforderungen an die Immobilien-Gesellschaften)</i>	25
<i>Zu § 236 Absatz 2 KAGB-E (Erwerb der Beteiligung; Wertermittlung durch Abschlussprüfer)</i>	25
<i>Zu § 236 Absatz 3 KAGB-E (Erwerb der Beteiligung; Wertermittlung durch Abschlussprüfer)</i>	26
<i>Zu § 240 Absatz 2 Nr. 2 KAGB-E (Darlehensgewährung an Immobilien-Gesellschaften)</i>	26
<i>Zu § 248 KAGB-E (Sonderregeln für die Bewertung)</i>	26
<i>Zu § 249 Absatz 1 KAGB-E (Sonderregeln für das Bewertungsverfahren)</i>	27
<i>Zu § 250 KAGB-E (Sonderregeln für den Bewerter)</i>	27
<i>Zu § 251 Absatz 1 Satz 1 KAGB-E (Sonderregeln für die Häufigkeit der Bewertung)</i>	29
<i>Zu § 251 Absatz 2 KAGB-E (Sonderregeln für die Häufigkeit der Bewertung)</i>	29
<i>Zu § 254 Absatz 2 KAGB-E (Kreditaufnahme bei Immobilienfonds)</i>	29
<i>Zu § 255 Absatz 2 KAGB-E (Sonderregeln für die Ausgabe und Rücknahme von Anteilen)</i>	30
<i>Zu § 257 KAGB-E (Aussetzung der Rücknahme)</i>	31
<i>Zu § 260 Absatz 1 Nummer 2 KAGB-E (Veräußerung und Belastung von Vermögensgegenständen)</i>	32
<i>Zu § 260 Absatz 2 KAGB-E (Veräußerung und Belastung von Vermögensgegenständen)</i>	32
<b>VIII. Geschlossene inländische Publikums-AIF</b>	<b>33</b>
<i>Zu § 261 Absatz 1 KAGB-E (Zulässige Vermögensgegenstände, Anlagegrenzen)</i>	33
<i>Zu § 261 Absatz 2 KAGB-E (Zulässige Vermögensgegenstände, Anlagegrenzen)</i>	33
<i>Zu § 262 KAGB-E (Risikomischung)</i>	34
<i>Zu § 267 Absatz 3 Satz 1 KAGB-E (Änderung der Anlagebedingungen)</i>	34
<b>IX. Inländische Spezial-AIF</b>	<b>35</b>
<i>Zu § 273 Satz 2 KAGB-E (Anlagebedingungen)</i>	35
<i>Zu § 283 Absatz 1 Satz 1 Nr. 1 KAGB-E (Hegdefonds-Definition)</i>	35
<i>Zu § 284 Absatz 2 KAGB-E (Anlagebedingungen, Anlagegrenzen)</i>	36

Zu § 284 Absatz 3 KAGB-E (Anlagebedingungen, Anlagegrenzen)	36
<b>X. Vertrieb</b>	<b>37</b>
Zu § 293 Absatz 1 Satz 1 KAGB-E (Definition Vertrieb)	37
Zu § 297 Absatz 8 KAGB-E (Verkaufsunterlagen und Hinweispflichten)	37
Zu § 300 Absatz 4 KAGB-E (zusätzliche Informationspflichten bei AIF)	38
Zu § 301 KAGB-E (Sonstige Veröffentlichungspflichten)	38
Zu § 306 Absatz 5 KAGB-E (Prospekthaftung und Haftung für die wesentliche Anlegerinformation)	38
Zu § 307 Absatz 4 (neu) KAGB-E (Informationspflichten gegenüber professionellen Anlegern und Haftung)	39
Zu §§ 317 bis 320 KAGB-E (grenzüberschreitender Vertrieb an Privatanleger)	40
Zu § 320 Absatz 2 und Absatz 3 KAGB-E (Anzeigepflicht beim beabsichtigten Vertrieb von EU-AIF und ausländischen AIF an Privatanleger im Inland)	40
<b>XI. Übergangsvorschriften</b>	<b>41</b>
Zu § 343 Absatz 3 KAGB-E (Übergangsvorschriften für AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften – Warnhinweis im KID)	41
Zu § 345 Absatz 1 Satz 4 KAGB-E (Übergangsvorschrift für AIF)	41
Zu § 345 Absatz 1 Satz 6 KAGB-E (Übergangsvorschrift für offene AIF und AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft, die bereits nach InvG reguliert waren)	42
Zu § 345 Absatz 3 KAGB-E (Übergangsvorschrift für offene AIF und AIF-KVG, die bereits nach InvG reguliert waren)	42
Zu § 345 Absatz 6 Satz 6 (Übergangsvorschriften für AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften – Warnhinweis im KID)	43
Zu § 346 Absatz 1 KAGB-E (Besondere Übergangsvorschriften für Immobilien-Sondervermögen)	43
Zu § 348 KAGB-E (Besondere Übergangsvorschriften für Gemischte Sondervermögen und Gemischte Investmentaktiengesellschaften):	44
Zu § 349 KAGB-E (Besondere Übergangsvorschriften für Sonstige Sondervermögen und Sonstige Investmentaktiengesellschaften):	44
Zu § 350 Absatz 2 KAGB-E (Besondere Übergangsvorschriften für Hedgefonds und offene Spezial-AIF)	45
(Neu) – Besondere Übergangsvorschrift für Verwahrstellen	45
<b>XII. Redaktionelle Anmerkungen</b>	<b>45</b>
Zu § 1 Absatz 7 KAGB-E (Definition Inländische Investmentvermögen)	45
Zu § 1 Absatz 19 Nr. 1 KAGB-E (Definition von Anfangskapital)	46
Zu § 1 Absatz 19 Nr. 22 KAGB-E (Definition von Immobilien-Gesellschaften)	46
Zu § 1 Absatz 19 Nr. 23 KAGB-E (Definition von Immobilien-Sondervermögen)	46
Zu § 5 Absatz 9 KAGB-E (Aufsicht über EU- und ausländische Verwaltungsgesellschaften)	46
Zu § 11 Absatz 5 KAGB-E (Zusammenarbeit der Aufsicht)	47
Zu § 108 Absatz 3 KAGB-E (InvAG mit veränderlichem Kapital – Anwendbare Vorschriften)	47
Zu § 109 Absatz 3 KAGB-E (InvAG mit veränderlichem Kapital – Aktien)	47
Zu § 110 Absatz 2 Satz 1 KAGB-E (InvAG mit veränderlichem Kapital – Satzung)	47
Zu § 165 Absatz 2 Nr. 36 KAGB-E (Verkaufsprospekt)	48

<i>Zu § 261 Absatz 1 Nr. 6 KAGB-E (zulässige Vermögensgegenstände, Anlagegrenzen)</i>	48
<i>Zu § 302 Absatz 3 KAGB-E (Werbung)</i>	48
<i>Zu § 307 Absatz 1 Satz 1 KAGB-E (zusätzliche Informationspflichten)</i>	48
<i>Zu § 307 Absatz 1 Satz 2 Nr. 9 KAGB-E (zusätzliche Informationspflichten)</i>	49
<i>Zu § 340 Absatz 3 Nr. 9, Nr. 20, Nr. 29, Nr. 30 KAGB-E (Bußgeldvorschriften)</i>	49
<i>Zu § 355 Absatz 1 Satz 6 KAGB-E (Übergangsvorschrift für OGAW)</i>	50

## I. Allgemeine Vorschriften

### Zu § 1 Absatz 1 Satz 1 KAGB-E (Definition von Investmentvermögen)

§ 1 Absatz 1 Satz 1 KAGB-E ist wie folgt zu formulieren:

„Investmentvermögen ist jeder Organismus für gemeinsame Anlagen, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren und der kein operativ tätiges Unternehmen ~~außerhalb des Finanzsektors~~ ist.“

Die Norm definiert Investmentvermögen. Im Entwurf soll der von der AIFM-Richtlinie vorgegebenen Begriff des Alternativen Investmentfonds durch eine Einschränkung klargestellt werden: Produzierende und sonst operativ tätige Unternehmen außerhalb des Finanzsektors sollen ausgenommen sein. Die Klarstellung, dass operativ tätige Unternehmen keine Investmentvermögen sind, ist grundsätzlich zu begrüßen. Allerdings bleibt unklar, was als operative Tätigkeit anzusehen ist und in welchem Umfang diese ausgeübt werden muss, um sich als operativ tätiges Unternehmen zu qualifizieren. Eine nationale gesetzliche Einschränkung birgt zudem das Risiko einer abweichenden Interpretation durch Aufsichtsbehörden anderer Mitgliedstaaten, auf die die nationale Aufsichtsbehörde gegebenenfalls nicht flexibel reagieren kann. Die Interpretation auf europäischer Ebene hängt wesentlich von den finalen ESMA Guidelines zu „Key Concepts of the AIFMD“ ab.

Das Risiko einer abweichenden Interpretation ist insbesondere im Hinblick auf die Einschränkung „außerhalb des Finanzsektors“ problematisch. Denn aus dieser Einschränkung könnte im Umkehrschluss abgeleitet werden, dass operative Unternehmen innerhalb des Finanzsektors, etwa eine Bank oder eine Versicherung, als Investmentvermögen zu qualifizieren seien. Diese Einschränkung ist daher zu streichen.

### Zu § 1 Absatz 19 Nr. 24 KAGB-E (Definition „Kollektive Vermögensverwaltung“)

§ 1 Absatz 19 Nr. 24 KAGB-E ist wie folgt zu formulieren:

„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.**“

Die OGAW-Richtlinie und die AIFM-Richtlinie definieren den Begriff der „kollektiven Vermögensverwaltung“ unterschiedlich. Die Definition der kollektiven Vermögensverwaltung im KAGB sollte deshalb diesen Unterschieden angemessen Rechnung tragen und jeweils an die europäischen Richtlinienvorgaben angepasst werden. Dies dient dem Ziel einer 1:1-Umsetzung der AIFM-Richtlinie.

Gemäß Anhang II der OGAW-Richtlinie zählen zu den Aufgaben, die in die kollektive Vermögensverwaltung einbezogen sind: die Portfolioverwaltung, administrative Tätigkeiten und der Vertrieb. Zusätzlich sollen nach dem KAGB-E die Anforderungen der AIFM-Richtlinie an den Risikomanagementprozess auch auf OGAW-Fonds übertragen werden (siehe § 29 KAGB-E), weshalb auch das Risikomanagement in die Definition der kollektiven Vermögensverwaltung von OGAW einbezogen wird.



In Abgrenzung zur OGAW-Richtlinie definiert Anhang I der AIFM-Richtlinie hingegen keinen einheitlichen Aufgabenbereich, sondern unterscheidet zwischen zwei Arten von Tätigkeiten:

1. Tätigkeiten, die zwingend vom AIFM als Kerntätigkeiten – nämlich als Anlageverwaltungsfunktionen – zu übernehmen sind. Hiervon sind mindestens die Portfolioverwaltung und das Risikomanagement umfasst (vgl. Anhang I Nr. 1 AIFM-Richtlinie).
2. Tätigkeiten, die ein AIFM im Rahmen der kollektiven Vermögensverwaltung zusätzlich ausüben **kann**. Hierzu zählen administrative Tätigkeiten wie beispielsweise Fondsbuchhaltung und Rechnungslegung (vgl. Anhang I Nr. 2a AIFM-Richtlinie), der Vertrieb (vgl. Anhang I Nr. 2b AIFM-Richtlinie) und Tätigkeiten im Zusammenhang mit den Vermögenswerten des AIF wie beispielsweise Hausverwaltungsservice bei Immobilienfonds oder Beratungs- und Dienstleistungen im Zusammenhang mit Fusionen und dem Erwerb von Unternehmen (vgl. Anhang I Nr. 2c AIFM-Richtlinie).

Die bisherige Definition in § 1 Absatz 19 Nr. 24 KAGB-E weicht insoweit vom Wortlaut in Anhang I Nr. 2 AIFM-Richtlinie ab und gibt die Unterscheidung zwischen „Muss“- und „Kann“-Tätigkeiten nicht wieder. Sollte es bei der bisherigen Formulierung bleiben, wäre jede Tätigkeit im Zusammenhang mit den Vermögensgegenständen des AIF, die administrativen Tätigkeiten und der Vertrieb als originäre Tätigkeit der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft anzusehen. Dies entspricht nicht den Vorgaben der AIFM-Richtlinie. Denn danach **kann** der AIFM im Rahmen der kollektiven Vermögensverwaltung diese Tätigkeiten zusätzlich ausüben. Durch die Formulierung „kann“ wird deutlich, dass diese Tätigkeiten nicht zwingend durch die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft ausgeübt werden müssen, sondern ebenso durch Dritte wahrgenommen werden können. Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft muss demnach frei entscheiden können, ob sie diese Tätigkeiten selbst übernimmt (und dabei evtl. an Dritte auslagert) oder im Wege des „Fremdbezugs von Leistungen“ originär durch Dritte erbringen lässt.

Äußerst hilfsweise sollte jedenfalls im Hinblick auf die „**Tätigkeiten im Zusammenhang mit den Vermögensgegenständen des AIF**“ der Wortlaut von § 1 Absatz 19 Nr. 24 KAGB-E wie folgt an Anhang I Nr. 2c) AIFM-Richtlinie angepasst werden:

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

### **Zu § 1 Absatz 19 Nr. 33 KAGB-E (Definition „semi-professioneller Anleger“)**

§ 1 Absatz 19 Nr. 33 KAGB-E ist hinter Buchstabe a) um einen neuen Buchstaben b) zu ergänzen. Der bisherige Buchstabe b) wird Buchstabe c):

- „33. Semi-professioneller Anleger ist
- a) jeder Anleger ...,
  - b) **jeder Anleger, dessen Investitionen in Spezial-AIF insgesamt 3 Millionen Euro übersteigen,**
  - c) ...“

Die Regelung definiert den Begriff des semi-professionellen Anlegers, der neben dem professionellen Anleger in Spezial-AIF investieren darf. Die Anforderungen an den semi-professionellen Anleger nach § 1 Absatz 19 Nr. 33a KAGB-E sind jedoch nicht für alle Anleger angemessen, die keine professionel-

len Anleger im Sinne der Richtlinie 2004/39/EG („MiFID“) sind. Die Anforderungen leiten sich aus der geplanten Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds ab, finden also auf Fonds Anwendung, deren Risikoprofil mit dem eines Spezialfonds nicht vergleichbar ist. Für heutige Anleger eines Spezialfonds sollte eine hohe Mindestinvestitionssumme, etwa 3 Mio. Euro ausreichend sein. Diese Summe müsste sich auf sämtliche von einem Anleger gehaltene Spezial-AIF beziehen. Anderenfalls wäre ein Anleger, der bereits in einen Spezial-AIF 3 Mio. Euro investiert hat und damit *qua definitionem* semi-professioneller Anleger wäre, nicht mehr als semi-professioneller Anleger anzusehen, wenn er in einem anderen Spezial-AIF nur noch 2 Mio. Euro investieren möchte.

Als semi-professioneller Anleger sollten sich daher zusätzlich Anleger qualifizieren, die in Spezial-AIF eine Mindestanlagesumme (z. B. 3 Mio. Euro) investieren, ohne dass es einer Prüfung der sonstigen Voraussetzungen der Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds bedarf. Damit würden drei Kategorien von semi-professionellen Anlegern eingeführt:

- Mindestanlagesumme 200.000 Euro und Test nach der Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds
- Mindestanlagesumme z. B. 3 Millionen Euro ohne weitere Voraussetzungen
- Geschäftsleiter oder Mitarbeiter der AIF-Verwaltungsgesellschaft.

### **Zu § 1 Absatz 19 Nr. 33 KAGB-E („semi-professioneller Anleger“ und Vertrieb)**

§ 1 Absatz 19 Nr. 33a) KAGB-E ist unter Buchstabe a) um einen neuen Satz zu ergänzen:

„33. Semi-professioneller Anleger ist

- a) jeder Anleger,
  - aa) ...
  - bb) ...
  - cc) ...
  - dd) ...
  - ee) ...

**Buchstaben bb) bis ee) sind nicht anzuwenden, wenn eine andere Person aufgrund der Investition des Anlegers dazu verpflichtet ist, die in Art. 19 Absatz 4 oder 5 der Richtlinie 2004/39/EG, in § 31 Absatz 3a WpHG, § 16 Absatz 2 FinVermV geregelten Pflichten einzuhalten.“**

In der Praxis werden Spezialfonds teilweise über Dritte vertrieben (z. B. Banken). Diese unterliegen ihren eigenen Pflichten zur Prüfung der Angemessenheit der Finanzanlage. Vertreiben solche Institutionen an semi-professionelle Anleger nach § 1 Absatz 19 Nr. 33a, so sollte die Prüfung der Kapitalverwaltungsgesellschaft hinsichtlich der Erfahrungen und Kenntnisse des Anlegers durch die Prüfung der Bank nach den Anforderungen des WpHG, FinVermV bzw. MiFID-Vorschriften ersetzt werden können. Anderenfalls würde die Angemessenheit der Finanzanlage für den Anleger zweifach geprüft. Einer solchen doppelten Prüfung bedarf es nicht.

### **Zu § 2 Absatz 3 KAGB-E (Konzern-AIF)**

In § 2 Absatz 3 KAGB-E ist folgender Satz 2 hinzuzufügen:

**„Satz 1 gilt nicht, soweit AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften offene AIF verwalten; jedoch findet Kapitel 4 dieses Gesetzes keine Anwendung.“**

Durch die derzeitige Definition könnten Spezialfonds künftig aus dem Anwendungsbereich des KAGB herausfallen, die für mit der AIF-KVG verbundene Gesellschaften verwaltet werden. Dies würde die Anlagemöglichkeiten für Versicherungen erheblich einschränken; solche ‚konzerninternen‘ Spezialfonds könnten ggf. künftig sachgerechte steuerliche und bilanzielle Regelungen – wie beim künftigen offenen Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen – nicht mehr in Anspruch nehmen.

Dies hätte für die betroffenen Kapitalverwaltungsgesellschaften zur Folge, dass deren Fonds weder als zulässige Anlage für Versicherungen in Betracht kämen, noch könnten ggf. steuerliche und bilanzielle Besonderheiten – wie beim offenen Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen – in Anspruch genommen werden. Hiervon betroffen wäre ein Anlagevolumen von rund 300 Milliarden Euro. In der Praxis werden Konzernfonds auch als Publikumsfonds aufgelegt, die hiervon gleichermaßen betroffen wären. In Anbetracht des gesetzgeberischen Ziels, „dem Bedürfnis insbesondere von Sozialkapital wie Versicherungen und Pensionskassen an der Beibehaltung von gesetzlichen Rahmenbedingungen für die steuerliche und bilanzielle Einstufung Rechnung zu tragen“, kann dieses Ergebnis nicht gewollt sein. Der Entwurf des AIFM-Steueranpassungsgesetzes sieht zwar eine entsprechende Regelung vor, um der Problematik entgegen zu wirken; die Korrektur sollte jedoch im KAGB selbst erfolgen, da diese AIF weiter unter das Investmentrecht fallen sollten.

Im Interesse der Rechtssicherheit muss § 2 Abs. 3 daher um eine Regelung ergänzt werden, die offenen AIF den Anwendungsbereich des KAGB eröffnet, obgleich eine konzerninterne Verwaltung vorliegt.

Europarechtlich ist die Regelung des § 2 Absatz 3 KAGB-E in der Form des Regierungsentwurfs nicht erforderlich. Der zugrundeliegende Artikel 3 Absatz 1 der AIFM-Richtlinie bringt lediglich zum Ausdruck, dass die Richtlinie im Bereich der Konzernfonds keine Regelungshoheit beansprucht. Insofern steht es dem nationalen Gesetzgeber frei, rein nationale Konzernsachverhalte nach eigenem Ermessen zu regeln. Die so auf nationaler Ebene regulierten AIF können natürlich nicht von den Freiheiten des europäischen Binnenmarktes profitieren; diesem Umstand wird durch die Bereichsausnahme für Kapitel 4 des KAGB-E Rechnung getragen.

## II. Regelungen zur Kapitalverwaltungsgesellschaft

### Zu § 26 Absatz 5 KAGB-E (Allgemeine Verhaltensregeln)

§ 26 Absatz 5 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

„(5) Die Kapitalverwaltungsgesellschaft muss insbesondere über geeignete Verfahren verfügen, um bei **OGAW**-Investmentvermögen unter Berücksichtigung des Wertes des Investmentvermögens und der Anlegerstruktur eine Beeinträchtigung von Anlegerinteressen durch unangemessene Kosten, Gebühren und Praktiken zu vermeiden.“

Nach der Regelung in § 26 Absatz 5 KAGB-E müssen sowohl OGAW- als auch AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften Verfahren einrichten, um eine Beeinträchtigung von Anlegerinteressen durch unangemessene Kosten zu vermeiden. Diese Regelung sollte ausschließlich auf OGAW beschränkt werden. Denn für AIF sieht bereits die AIFM-Verordnung (Level II) entsprechende Verfahren vor, die unmittelbar für die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft gelten, ohne dass es einer besonderen Umsetzung und damit einer konkreten Regelung im KAGB bedarf.

Gemäß Art. 17 Absatz 2 der AIFM-Verordnung muss der AIFM sicherstellen, dass den von ihm verwalteten AIF oder den Anlegern dieser AIF keine überzogenen Kosten in Rechnung gestellt werden. Sollte es bei der vorgeschlagenen Regelung in § 26 Absatz 5 KAGB-E bleiben, würde dies jedoch dazu führen, dass die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft einerseits Verfahren einrichten muss, die den besonderen Anforderungen des § 26 Absatz 5 KAGB-E entsprechen müssen, die inhaltlich von denen der AIFM-Verordnung abweichen. Zusätzlich müsste außerdem die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft Verfahren einrichten, die der AIFM-Verordnung entsprechen. Damit geht § 26 Absatz 5 KAGB-E über die Anforderungen der AIFM-Richtlinie hinaus und verstößt gegen das gesetzte Ziel einer 1:1-Umsetzung.

Die allein Kleinanleger betreffenden Regelungen aus der OGAW-Richtlinie sollten deshalb ausschließlich nur für diese gelten. Diesen Ansatz hat auch das Investmentgesetz bislang verfolgt, das die Einrichtung entsprechender Verfahren nur auf Publikums-Investmentvermögen beschränkt hat.

### **Zu § 36 Absatz 1 Satz 1 KAGB-E (Auslagerung)**

Der erste Satz in § 36 Absatz 1 KAGB-E ist wie folgt zu formulieren:

„(1) Die Kapitalverwaltungsgesellschaft kann Aufgaben, **die zur Durchführung ihrer Geschäfte wesentlich sind**, auf ein anderes Unternehmen (Auslagerungsunternehmen) unter den folgenden Bedingungen auslagern:...“

§ 36 Absatz 1 KAGB-E definiert, unter welchen Voraussetzungen Aufgaben ausgelagert werden dürfen. Der Änderungsvorschlag stellt klar, dass diese Voraussetzungen nur für wesentliche Auslagerungen gelten sollen. Der aktuelle Wortlaut in § 36 Absatz 1 KAGB-E könnte dahingehend ausgelegt werden, dass sämtliche Auslagerungen erfasst sind. Das hätte zur Folge, dass z. B. auch unwesentliche Auslagerungen bei der BaFin anzeigepflichtig wären und im Prospekt veröffentlicht werden müssten (z. B. allgemeine Service und Unterstützungsleistungen wie Kantine, Reinigungsdienst, Sicherheitsdienst, Brandschutz etc.).

Es ist nicht erkennbar, welchen Mehrwert eine derartige Regelung für den Anlegerschutz hätte. Auch im Bankenbereich wird insoweit nur auf „wesentliche Auslagerungen“ abgestellt (vgl. § 25a Absatz 2 KWG). Hier sollte ein Gleichlauf der anlegerschützenden Normen im Finanzbereich hergestellt werden, ohne die Fondsindustrie mit zusätzlichem Mehraufwand zu belasten.

Auch die europäischen Aufsichtsbehörden haben die EU-Vorgaben der AIFM-Richtlinie entsprechend unserem Änderungsvorschlag interpretiert (vgl. Box 63 Final Report, ESMA Advice zur AIFM-Verordnung) und klargestellt, dass nur wesentliche Auslagerungen erfasst sein sollen („task... which is critical or important for the proper performance of the functions it provides to an AIF“). Dies entspricht gleichermaßen der bisherigen Regelung in § 16 Absatz 1 InvG und der Verwaltungspraxis der BaFin. Auch die OGAW-Richtlinie selbst enthält keine entsprechende Einschränkung auf wesentliche Aufgaben, doch hielt der Gesetzgeber offensichtlich schon bis dato eine entsprechende gesetzliche Regelung für EU-rechtskonform.

### Zu § 36 Absatz 1 Nr. 3 KAGB-E (Genehmigung der Auslagerung des Portfolio- und Risikomanagements)

In § 36 Absatz 1 Nr. 3 KAGB-E sind folgende Sätze am Ende anzufügen:

- „3. ... Die BaFin hat über die Genehmigung innerhalb von sieben Arbeitstagen nach Eingang des Genehmigungsantrages zu entscheiden. Die Genehmigung gilt als erteilt, wenn über den Genehmigungsantrag nicht innerhalb dieser Frist entschieden worden und eine entsprechende Mitteilung nicht erfolgt ist.“

Für AIF ist die Auslagerung der Portfolioverwaltung und des Risikomanagements mit Genehmigung der BaFin auch auf nicht lizenzierte Unternehmen möglich. Der Entwurf enthält keine Regelung zum Verfahren zur Erteilung der Genehmigung durch die BaFin. Auch die AIFM-Verordnung enthält keine konkreten Vorgaben zum Genehmigungsverfahren. Das erschwert in der Praxis die Möglichkeit einer Auslagerung. Das KAGB sollte deshalb Regelungen zur Beschleunigung der Genehmigungsverfahren der BaFin vorsehen.

Wir schlagen deshalb vor, eine Frist für die Erteilung der Genehmigung für die Auslagerungen durch die Bundesanstalt aufzunehmen. Anderenfalls sehen wir die Gefahr, dass Geschäfte in der Praxis zum Stillstand kommen und von der jeweiligen Bearbeitung durch den Sachbearbeiter bei der BaFin abhängen.

Hilfsweise kann auch § 36 Absatz 10 KAGB-E um eine Verordnungsermächtigung ergänzt werden, damit dieser Punkt auf nationaler Ebene festgelegt werden kann.

### Zu § 54 Absatz 1, 3 und 5 KAGB-E (Zweigniederlassung und grenzüberschreitender Dienstleistungsverkehr von EU-AIF-Verwaltungsgesellschaften im Inland)

§ 54 Absatz 1, 3 und 5 KAGB-E sind wie folgt zu fassen:

- „(1) Die Verwaltung eines inländischen ~~Spezial~~-AIF durch eine EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft im Inland über eine Zweigniederlassung oder im Wege des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs setzt voraus, dass die zuständigen Stellen des Herkunftsmitgliedstaats der EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft der Bundesanstalt folgende Angaben und Unterlagen übermittelt haben:
1. eine Bescheinigung darüber, dass die EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft eine Zulassung gemäß der Richtlinie 2011/61/EU erhalten hat, durch die die im Inland beabsichtigten Tätigkeiten abgedeckt sind,
  2. die Anzeige der Absicht der EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft, in der Bundesrepublik Deutschland über eine Zweigniederlassung oder im Wege des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs inländische ~~Spezial~~-AIF zu verwalten, sowie
  3. einen Geschäftsplan, aus dem insbesondere hervorgeht, welche inländischen ~~Spezial~~-AIF die EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft zu verwalten beabsichtigt.
- (3) Die EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft kann unmittelbar nach dem Erhalt der Übermittlungsmeldung durch ihren Herkunftsmitgliedstaat gemäß Artikel 33 Absatz 4 der Richtlinie 2011/61/EU mit der Verwaltung von inländischen ~~Spezial~~-AIF im Inland beginnen.
- (5) Auf die Tätigkeit einer EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft, die inländische ~~Spezial~~-AIF verwaltet, sind ~~ungeachtet der Anforderungen nach Absatz 4~~ die §§ 80 bis 191 ~~161, 273 Satz 1 und~~ §§ 274 214 bis 292 ~~sowie die auf AIF anwendbaren Vorschriften der Kapitel 4 bis 7~~ ~~entsprechend~~ anzuwenden.

§ 54 KAGB-E lässt die grenzüberschreitende Verwaltung deutscher AIF durch nicht im Inland ansässige EU-AIF-Verwaltungsgesellschaften nur dann zu, wenn es sich um die Verwaltung von inländischen ~~Spezial~~-AIF handelt. Hierzu wird im allgemeinen Teil der Gesetzesbegründung (Abschnitt A, Unterabschnitt I, Ziffer 3, Buchstabe b) ausgeführt: „Entsprechend den Regelungen der AIFM-Richtlinie wird bei AIF eine grenzüberschreitende Verwaltung mit EU-Pass nur bei AIF vorgesehen, die an professionelle Anleger vertrieben werden.“

Die geplante Regelung ist nicht richtlinienkonform. Der einschlägige Art. 33 Absatz 1 AIFM-Richtlinie sieht die grenzüberschreitende Verwaltung vorbehaltlos für alle EU-AIF vor. Er unterscheidet nicht zwischen EU-AIF, die an professionelle Anleger und solchen, die (auch) an Privatanleger vertrieben werden sollen. Vielmehr bestimmt Art. 33 Absatz 1, dass EU-AIFM (d.h. EU-Verwaltungsgesellschaften und Kapitalverwaltungsgesellschaften) EU-AIF mit Sitz in einem anderen Mitgliedstaat verwalten können. Hiervon sind alle EU-AIF erfasst, nicht nur solche, die an professionelle Anleger vertrieben werden. Art. 33 Absatz 5 AIFM-Richtlinie ordnet überdies an, dass der Aufnahmemitgliedstaat in den von der Richtlinie erfassten Bereichen (also auch der grenzüberschreitenden Verwaltung von allen AIF) keine zusätzlichen Anforderungen auferlegen darf. Eine Beschränkung der grenzüberschreitenden Verwaltung auf Spezial-AIF durch den nationalen Gesetzgeber ist daher nicht möglich. Eine Beschränkung auf Spezial-AIF lässt sich auch nicht durch Art. 43 AIFM-Richtlinie rechtfertigen. Art. 43 Absatz 1 AIFM-Richtlinie lässt strengere nationale Regeln ausschließlich für den Vertrieb an Kleinanleger und nicht für die grenzüberschreitende Auflegung von AIFs zu.

Einer EU-Verwaltungsgesellschaft wird damit verwehrt, einen AIF grenzüberschreitend in Deutschland aufzulegen, um diesen nicht nur in Deutschland an professionelle Anleger, sondern auch in anderen europäischen Ländern nach nationalen Anforderungen an Privatanleger zu vertreiben. Dies steht im Widerspruch zur AIFM-Richtlinie und ist daher anzupassen.

Die Anpassungen im Absatz 5 dienen der Klarstellung. Der EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft muss es z. B. möglich sein, im Inland aufgelegte AIF auch nach den Vorschriften des KAGB zu vertreiben.

### III. AIF-Verwahrstelle

#### Zu § 80a KAGB-E (neu) (Ausgabe und Rücknahme von Anteilen)

Es ist ein neuer § 80a KAGB einzufügen:

**„§ 80a Ausgabe und Rücknahme von Anteilen oder Aktien eines offenen inländischen Publikums-AIF und eines offenen inländischen Spezial-AIF**

**Auf die Ausgabe und Rücknahme von Anteilen oder Aktien eines offenen inländischen Publikums-AIF ist § 71 Absatz 1 entsprechend anzuwenden. Auf die Ausgabe und Rücknahme von Anteilen oder Aktien eines offenen inländischen Spezial-AIF ist § 71 Absatz 1 Satz 1 und Satz 2 entsprechend anzuwenden.“**

Es ist notwendig, die Vorschriften für die AIF-Verwahrstelle aus praktischen Erwägungen um eine entsprechende Regelung zu ergänzen, damit hier ein Gleichlauf mit den Regelungen für OGAW-Verwahrstellen hergestellt wird.

### IV. Offene inländische Investmentvermögen

#### Zu § 89 Absatz 3 KAGB-E (Geltendmachung von Ansprüchen der Anleger):

In § 89 Absatz 3 KAGB-E ist nach Satz 2 ein neuer Satz 2 einzufügen:

**„... Bei einem offenen inländischen Spezial-AIF kann die Erstellung eines Entschädigungsplanes durch die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft entfallen, sofern die jeweiligen Anleger des offenen inländischen Spezial-AIF schriftlich auf die Erstellung eines Entschädigungsplanes verzichtet haben.“**

§ 85 Absatz 3 KAGB-E regelt das Entschädigungsverfahren bei fehlerhafter Anteilwertberechnung und Anlagegrenzverletzung. Der Ergänzungsvorschlag sieht Erleichterungen für offene inländische Spezial-AIF vor.

Formalisierte Entschädigungspläne sind für Publikums-Sondervermögen mit einer Vielzahl von für die Kapitalverwaltungsgesellschaft unbekanntem Anlegern geeignet, um diese Anleger über fehlerhafte Anteilwertberechnungen oder über Verstöße gegen die Anlagegrenzen zu informieren. Schäden aus einer fehlerhaften Anteilwertberechnung sind für den Fall der Anteilscheinrückgabe bzw. -ausgabe zum Zeitpunkt des fehlerhaften Anteilwertes relevant. Sofern während des Zeitraumes, in welchem ein fehlerhafter Anteilwert bestand, keine Anteilscheine zurückgegeben und/oder ausgegeben werden, entstehen den Anlegern keine materiellen Schäden.

Bei offenen inländischen Spezial-AIF gilt eine andere Sachlage. Die Anleger sind der Kapitalverwaltungsgesellschaft bekannt (vgl. § 1 Absatz 6 KAGB). Diese erhalten ein ausführliches Reporting. Anteilscheingeschäfte finden selten statt und werden im Vorfeld zwischen dem Anleger und der Kapitalverwaltungsgesellschaft abgestimmt. Zwischen dem Anleger eines offenen inländischen Spezial-AIF und der Kapitalverwaltungsgesellschaft bestehen zusätzliche vertragliche Regelungen (Anlagerichtlinien, die die Anlagegrenzen der Anlagebedingungen weiter einschränken, Dreiervereinbarung zwischen der Kapitalverwaltungsgesellschaft, der Verwahrstelle und dem Anleger, u.a.), die den Anleger in einen Informationsstand versetzen, Schadenersatzansprüche aus möglichen fehlerhaften Anteilwertberechnungen als auch aus Verstößen gegen die Anlagegrenzen zivilrechtlich zu verfolgen. Aus diesem Grund ist ein formalisiertes Entschädigungsverfahren für offenen inländischen Spezial-AIF nicht notwendig.

### **Zu § 91 Absatz 3 KAGB-E (Rechtsform)**

§ 91 Absatz 3 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

„Abweichend von den Absätzen 1 und 2 dürfen offene inländische Investmentvermögen, die nach den Anlagebedingungen das bei ihnen eingelegte Geld in Immobilien anlegen, nur als Sondervermögen **oder InvKG** aufgelegt werden.“

Nach dem Wortlaut des § 91 Absatz 3 KAGB-E dürfen offene inländische Investmentvermögen, die nach den Anlagebedingungen das bei ihnen eingelegte Geld in Immobilien anlegen, nur als Sondervermögen aufgelegt werden. Der Wortlaut ist sehr eng und würde eine offene InvKG hindern, in Immobilien zu investieren. Diese Beschränkung für das Vehikel der InvKG, die allein dem Kreis der professionellen/semiprofessionellen Anleger offensteht, ist nicht angemessen. Anders als bei der InvAG ist die InvKG aufgrund ihrer Rechtsform nicht in Konkurrenz zur Immobilien-Aktiengesellschaft mit börsennotierten Anteilen (REIT). Ein offener Spezial-AIF, der im Einklang mit den Vorgaben des § 282 Absatz 2 KAGB-E in Immobilien investiert, sollte daher auch in der Rechtsform der InvKG zugelassen werden.

## Zu § 93 Absatz 6 Satz 2 KAGB-E (Aufrechnungsverbot)

§ 93 Absatz 6 Satz 2 KAGB-E sollte wie folgt gefasst werden:

„Dies gilt nicht für Rahmenverträge über Geschäfte nach § 197 ~~Absatz 3 Nummer 3~~, nach den §§ 200 und 203 oder mit Primebrokern, für die vereinbart ist, dass die aufgrund dieser Geschäfte oder des Rahmenvertrages für Rechnung des Sondervermögens begründeten Ansprüche und Forderungen selbsttätig oder durch Erklärung einer Partei aufgerechnet oder im Fall der Beendigung des Rahmenvertrages wegen Nichterfüllung oder Insolvenz durch eine einheitliche Ausgleichsforderung ersetzt werden.“

Die Norm regelt wann Forderungen zwischen Kapitalverwaltungsgesellschaft und Sondervermögen gegeneinander aufgerechnet werden können. Hierzu sieht Satz 2 eine Ausnahmeregelung vor. Die dort geregelte Ausnahme im Zusammenhang mit der Eingehung von Derivatgeschäften für Rechnung eines Sondervermögens sollte so erweitert werden, dass diese nicht mehr nur im Zusammenhang mit Derivaten, die nicht zum Handel an einer Börse zugelassen oder an einem anderen organisierten Markt zugelassen oder in diesen einbezogen sind (sog. OTC-Derivate), sondern auch bei gelisteten Derivaten angewendet werden kann. Hierzu bedarf es der Streichung des Verweises auf Absatz 3 Nummer 3.

## Zu § 102 KAGB-E (Abschlussprüfung)

§ 102 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

„Der Jahresbericht des Sondervermögens ist durch einen Abschlussprüfer zu prüfen. Der Abschlussprüfer wird von den Gesellschaftern der Kapitalverwaltungsgesellschaft gewählt und von den gesetzlichen Vertretern, bei Zuständigkeit des Aufsichtsrats oder des Beirats von diesem, beauftragt; § 318 Absatz 1 Satz 2, 4 und 5 des Handelsgesetzbuchs bleibt unberührt. § 318 Absatz 3 bis 8 sowie die §§ 319, 319b und 323 des Handelsgesetzbuchs gelten entsprechend. ~~Bei der Prüfung hat der Abschlussprüfer auch festzustellen, ob bei der Verwaltung des Sondervermögens die Vorschriften dieses Gesetzes sowie die Bestimmungen der Anlagebedingungen beachtet worden sind.~~ Das Ergebnis der Prüfung hat der Abschlussprüfer in einem besonderen Vermerk zusammenzufassen; der Vermerk ist in vollem Wortlaut im Jahresbericht wiederzugeben. **Bei der Prüfung hat der Abschlussprüfer im Prüfungsbericht auch festzustellen, ob bei der Verwaltung des Sondervermögens die Vorschriften dieses Gesetzes sowie die Bestimmungen der Anlagebedingungen beachtet worden sind.** Der Abschlussprüfer hat den Bericht über die Prüfung des Publikums Sondervermögens unverzüglich nach Beendigung der Prüfung der Bundesanstalt einzureichen, der Bericht über die Prüfung des Spezialsondervermögens ist der Bundesanstalt auf Verlangen einzureichen.“

§ 102 KAGB-E regelt die Prüfung des Jahresberichts durch den Abschlussprüfer. Nach der Gesetzgebung soll § 102 KAGB-E mit redaktionellen Anpassungen § 44 Absatz 5 und § 94 InvG und zugleich Art. 22 Absatz 3 der AIFM-Richtlinie umsetzen.

Dies ist unzutreffend. Indem der bisherige Satz 5 nunmehr als Satz 4 aufgenommen wurde, entsteht der irrige Eindruck, dass die Ergebnisse der Prüfung der ordnungsgemäßen Verwaltung der Sondervermögen im vollen Wortlaut im **Jahresbericht** wiederzugeben sind. Dies entspricht gerade nicht der bisherigen Gesetzeslage.

Die Pflichten zur Berichterstattung über die Prüfung der Sondervermögen werden durch die Investment-Prüfberichtsverordnung klar geregelt (§ 28 Absatz 1 Satz 1 InvPrüfV: Wesentliche Verstöße gegen gesetzliche oder vertragliche Anlagegrundsätze und Anlagegrenzen (...) sind im **Prüfungsbericht** darzustellen“). Der Adressatenkreis des Prüfungsberichts ist neben den gesetzlichen Vertretern und Aufsichtsorganen der verwaltenden Kapitalverwaltungsgesellschaft auf die BaFin beschränkt. Diese nutzt den Prüfungsbericht des Abschlussprüfers bei Publikums-Sondervermögen zur Wahr-



nehmung ihrer Überwachungspflichten, indem sie die dort getroffenen Feststellungen auswertet und sich ggf. direkt an die Kapitalverwaltungsgesellschaft wendet.

Die verlangte öffentliche Bestätigung im Jahresbericht würde in ihrer Tragweite für weitere Adressaten nur durch erläuternde Zusätze oder ggf. einer Einschränkung im Prüfungsurteil verdeutlicht werden können. Dabei entsteht das Risiko von Irritationen und Fehlinterpretationen der veröffentlichten Prüfungsergebnisse durch potentielle Anleger bzw. die interessierte Öffentlichkeit. Hieraus könnten Nachteile im europäischen Wettbewerb resultieren, weil die AIFM-Richtlinie eine solche Anforderung nicht vorsieht und auch nicht von einem anderen europäischen Staat so gefordert wird.

### **Zu § 115 KAGB-E (Gesellschaftskapital)**

In § 115 ist zwischen Satz 1 und 2 folgender Satz einzufügen:

**„Satz 1 gilt auch für die Ausgabe von Unternehmensaktien einer Spezialinvestmentaktiengesellschaft, die auf die Begebung von Anlageaktien verzichtet hat.“**

Die Vorschrift regelt die Ausgabe von Aktien durch den Vorstand einer InvAG. Bei einer Spezial-InvAG, bei der keine Anlageaktien ausgegeben sind, muss es dem Vorstand möglich sein, ohne Beteiligung der Hauptversammlung Aktien auszugeben.

### **Zu § 117 Absatz 1 und Absatz 5 KAGB-E (Teilgesellschaftsvermögen; Verordnungsermächtigung)**

In § 117 Absatz 1 KAGB-E sind nach Satz 1 folgende Sätze 2 und 3 einzufügen:

**„Eine extern verwaltete Investmentaktiengesellschaft kann OGAW-Teilgesellschaftsvermögen, Publikums-AIF-Teilgesellschaftsvermögen sowie Spezial-AIF-Teilgesellschaftsvermögen bilden (Umbrella-Konstruktion). Eine intern verwaltete Investmentaktiengesellschaft kann in einer Umbrella-Konstruktion Teilgesellschaftsvermögen als Publikums-AIF und Spezial-AIF bilden.“**

§ 117 Absatz 5 ist wie folgt zu formulieren:

**„Für jedes Teilgesellschaftsvermögen sind Anlagebedingungen zu erstellen. Bei ~~Publikumsteilgesellschaftsvermögen~~ ~~Publikumsinvestmentaktiengesellschaften~~ müssen diese Anlagebedingungen mindestens die Angaben nach § 162 enthalten. Die Anlagebedingungen sowie deren Änderungen sind gemäß § 163 von der Bundesanstalt zu genehmigen. Bei ~~Spezialinvestmentaktiengesellschaften~~ ~~Spezialteilgesellschaftsvermögen~~ sind die Anlagebedingungen der Teilgesellschaftsvermögen sowie wesentliche Änderungen der Anlagebedingungen gemäß § 273 der Bundesanstalt vorzulegen.“**

Die Vorschrift regelt die Bildung von Teilgesellschaftsvermögen bei der offenen InvAG. Derzeit kann eine offene InvAG gleichzeitig OGAW-, Publikums-AIF- und Spezial-AIF-Teilgesellschaftsvermögen bilden. Nach den vorgesehenen Regelungen ist zweifelhaft, ob diese Struktur beibehalten werden kann. Dies ist für am Markt bestehende InvAGen von hoher Bedeutung, da diese anderenfalls umstrukturiert werden müssten. Für jeden Fondstyp (OGAW, Publikums-AIF, Spezial-AIF) müsste eine eigenständige InvAG aufgelegt werden, für die jeweils mindestens zwei Vorstandsmitglieder und drei Aufsichtsratsmitglieder bestellt werden müssten. Die Vorschrift ist daher dahingehend anzupassen, dass die extern verwaltete InvAG gleichzeitig ein OGAW-, ein Publikums-AIF und ein Spezial-AIF-Teilgesellschaftsvermögen bilden kann. Für die intern verwaltete InvAG muss jedenfalls möglich sein, gleichzeitig ein Publikums-AIF-Teilgesellschaftsvermögen und ein Spezial-AIF-Teilgesellschafts-

vermögen zu bilden. Diese Anpassung steht auch nicht im Widerspruch zu § 110 KAGB-E, denn eine Kapitalverwaltungsgesellschaft kann zeitgleich OGAW-Kapitalverwaltungsgesellschaft und AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft sein. Ebenso müsste es der InvAG möglich sein, gleichzeitig OGAW-InvAG, Publikums-AIF-InvAG und Spezial-AIF-InvAG zu sein.

Äußerst hilfsweise ist für die InvAGen ein Übergangsvorschrift einzuführen, die es den bestehenden Strukturen erlaubt, diese weiter fortzuführen.

### **Zu § 117 Absatz 6 (neu) KAGB-E (Teilgesellschaftsvermögen; Verordnungsermächtigung)**

In § 117 KAGB-E ist nach Absatz 5 ein neuer Absatz 6 einzuschieben. Die Absätze 6 bis 9 werden Absätze 7 bis 10.

**„(6) Die Satzung der InvAG kann vorsehen, dass für Spezial-AIF-Teilgesellschaftsvermögen die Rücknahme von Anteilen nur zu bestimmten Rücknahmetermen, jedoch mindestens einmal innerhalb von zwei Jahren vereinbart werden kann.“**

Bereits heute ist es für offene Spezial-Investmentvermögen zulässig, Rücknahmetermine mit einer geringeren Häufigkeit als einmal im Jahr zu vereinbaren (§ 95 Abs. 4 S. 3 InvG). Von dieser Möglichkeit wurde auch in der Praxis zahlreich Gebrauch gemacht. Entsprechende Möglichkeiten bestehen in anderen Rechtsordnungen wie Irland und Luxemburg, mit denen Deutschland im Wettbewerb steht. Bei Spezial-Investmentvermögen besteht nicht die Notwendigkeit, die eingeschränkte Rückgabemöglichkeit zwingend durch die Einräumung von Stimmrechten zu kompensieren. Denn die Anleger eines Spezial-Investmentvermögens sind regelmäßig selbst in der Lage zu entscheiden, welche Ausgestaltung des Investmentvermögens in Bezug auf Rückgabemöglichkeiten bzw. Stimmrechten ihren Bedürfnissen am besten entspricht.

### **Zu §§ 124 ff. KAGB-E (Allgemeine Vorschriften für offene InvKGen)**

Wir begrüßen die Einführung der offenen InvKG als Vehikel zur Erleichterung des Pension Poolings. Der derzeitige Entwurf reicht jedoch nicht aus, um den Anlegern die Flexibilität zu gewähren, die die Rechtsform des Sondervermögens bietet. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf die folgenden Regelungen:

- Der offenen InvKG sollte es möglich sein, in Immobilien zu investieren (siehe oben Petitem zu § 91 Absatz 3 KAGB-E).
- Zahlungen an den Kommanditisten dürfen nicht zum Aufleben seiner Haftung führen. Nur wenn die Haftung des Anlegers für die Rückgewähr seiner Haftenlage ausgeschlossen ist, kann die Investmentkommanditgesellschaft dem Charakter eines Investmentvermögens entsprechen (siehe unten Petitem zu § 127 Absatz 2 KAGB-E).
- Es fehlen Regelungen zum Formwechsel. Es muss möglich sein, ein existierendes Sondervermögen in eine InvKG umzuwandeln. Nur so können Konzerne das Deckungsvermögen für Pensionsforderungen, das sie derzeit in Sondervermögen investiert haben, im zentralen Vehikel der InvKG zusammenzuführen. Hierzu könnte man etwa auf Vorschriften des Umwandlungsgesetzes unter Berücksichtigung der Besonderheiten heranziehen, etwa dass an die

Stelle des Umwandlungsbeschlusses der Gesellschaft eine Entscheidung der Kapitalverwaltungsgesellschaft tritt.

- Es fehlen Regelungen zur Verschmelzung. Nach § 187 KAGB-E ist es möglich, eine InvAG mit veränderlichem Kapital auf ein Sondervermögen oder umgekehrt zu verschmelzen. Es bedarf aber einer entsprechenden Regelung, um auch eine Verschmelzung von bspw. Sondervermögen auf die InvKG zu ermöglichen. Zudem wäre § 1 Absatz 19 Nr. 37 KAGB-E entsprechend anzupassen.
- Die InvKG müsste entsprechend der Rechtsform des Sondervermögens von der Konsolidierungspflicht ausgenommen werden. Eine Konsolidierungspflicht der InvKG würde erhebliche Mehraufwendungen im Rechnungswesen der Anleger nach sich ziehen. Im Gegenzug würde jedoch kein zusätzlicher Informationsgewinn erzielt.

### **Zu § 127 Absatz 2, § 133 Absatz 2 und § 138 Absatz 2 KAGB-E (Gesellschaftsvermögen)**

§ 127 Absatz 2 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

Eine Rückgewähr der Einlage oder eine Ausschüttung, die den Wert der Kommanditeinlage unter den Betrag der Einlage herabmindert, **führt nicht zu einer Haftung des Kommanditisten gegenüber den Gläubigern der Gesellschaft. § 172 Absatz 4 des Handelsgesetzbuchs findet keine Anwendung, 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.**

### **§ 133 Absatz 2 und § 138 Absatz 2 sind zu streichen.**

Die Norm regelt Ausschüttung und Rückgewähr von Kommanditeinlagen, die zum Aufleben der Haftung des Kommanditisten nach den Vorschriften des HGB führen würden. Generell sollte die Haftung bei Kommanditisten einer InvKG nicht wieder aufleben. Dies wird dem Charakter der Investmentkommanditgesellschaft als Investmentvermögen nicht gerecht. Bei langfristigen Investitionen über Kommanditgesellschaften kommt es erfahrungsgemäß leicht dazu, dass der „Wert der Kommanditeinlage“ (aufgrund der handelsrechtlichen Ermittlung) durch Auszahlungen herabgemindert wird. Den Schutzgedanken des Anlegers einer InvKG greift der Gesetzgeber zwar bereits für die Sonderfälle des Ausscheidens des Kommanditisten durch Kündigung (§ 133 Absatz 2 KAGB-E) und die Auseinandersetzung des Gesellschaftsvermögens „nach Beendigung der Liquidation“ (§ 138 Absatz 2 KAGB-E) auf. Im Interesse eines durchgängigen Anlegerschutzes sollte jedoch grundsätzlich eine Inanspruchnahme der Anleger durch Gläubiger der Gesellschaft vermieden werden.

Auch aufgrund der vom Gesetzgeber beabsichtigten Änderungen der Rechnungslegungsvorschriften für die InvKG ist es zur Vermeidung von Wertungswidersprüchen mit dem Handelsrecht geboten, die Vorschriften des HGB über das Wiederaufleben der Haftung des Kommanditisten im Falle der InvKG nicht anzuwenden. In der Bilanz (Vermögensaufstellung) der InvKG sind die „dem Sondervermögen vergleichbaren Vermögensgegenstände und Schulden“, also insbesondere die erworbenen Vermögensgegenstände künftig mit dem Verkehrswert anzusetzen. Anders als nach den 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 Berücksichti-

gung mehr (vgl. § 135 Absatz 3 und Absatz 4 in Verbindung mit § 101 Absatz 1 Satz 3 Nr. 1 und Nr. 4 KAGB). Dem Gläubiger und der Geschäftsführung der InvKG fehlt im Falle dieser Änderung an Anhaltspunkten in der Rechnungslegung der InvKG, um ein etwaiges Wiederaufleben der Haftung überhaupt ermitteln zu können.

Der vorgeschlagenen Änderung steht auch der Gläubigerschutz nicht entgegen. Denn die Firma der geschlossenen InvKG muss die Bezeichnung „geschlossene Investmentkommanditgesellschaft“ oder eine allgemein verständliche Abkürzung dieser Bezeichnung führen muss. Gläubiger können aufgrund der Firma der InvKG erkennen, dass sie keine unmittelbaren Ansprüche gegen die Kommanditisten bzw. die Anleger dieses Gesellschaftstyps haben.

Da im Falle einer Neufassung des § 127 Absatz 2 KAGB-E ein Wiederaufleben der Haftung für Kommanditisten einer Investmentkommanditgesellschaft generell ausgeschlossen ist, bedarf es der Sonderregelungen für die Fälle der Kündigung und der Liquidation nicht mehr. §§ 133 Absatz 2 (Kündigung von Kommanditisten) und 138 Absatz 2 KAGB-E (Liquidation) können ebenfalls entfallen.

#### **Zu § 131 Absatz 1 KAGB-E (Gesellschaftsvermögen)**

§ 131 Absatz 1 Satz 1 KAGB-E ist wie folgt zu ändern:

„Eine intern verwaltete offene InvKG darf bewegliches und unbewegliches Vermögen erwerben **sowie Darlehen aufnehmen**, soweit das für den Betrieb der InvKG notwendig ist.“

§ 131 Absatz 1 Satz 1 KAGB-E regelt, dass die intern verwaltete InvKG für ein Betriebsvermögen bewegliche und unbewegliche Vermögensgegenstände erwerben darf. Die intern verwaltete InvKG sollte, wie die InvAG, auch Darlehen aufnehmen können, um Betriebsvermögen zu erwerben.

## **V. Geschlossene inländische Investmentvermögen**

#### **Zu § 140 Absatz 3 (Rechtsform, Anwendbare Vorschriften) und § 149 KAGB-E (Rechtsform, Anwendbare Vorschriften)**

§ 140 Absatz 3 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

„(3)Auf die Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital sind § 93 Absatz 8, § 94 Absatz 2 und 4 in Verbindung mit einer Rechtsverordnung nach Absatz 5 ~~und~~, § 96 Absatz 1 **und § 117 Absatz 1, 2, 4 bis 7, 8 Satz 1 bis 3 und 9** entsprechend anwendbar.“

§ 149 Absatz 2 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

„(2)Auf die geschlossene Investmentkommanditgesellschaft sind § 93 Absatz 8, § 94 Absatz 2 und 4 in Verbindung mit einer Rechtsverordnung nach Absatz 5, ~~und~~ § 96 Absatz 1 **und § 132 Absatz 1 bis 6, 7 Satz 1 bis 3 und 8** entsprechend anzuwenden.“

Die Auflage eines Teilgesellschaftsvermögens ist für die InvAG mit fixem Kapital bzw. die geschlossene InvKG derzeit nicht vorgesehen. Teilgesellschaftsvermögens sollten für die InvAG mit fixem Kapital und für die geschlossene InvKG zugelassen werden. Anderenfalls müsste für jedes neue Investment-

vermögen eine neue Gesellschaft errichtet werden. Dies führt zu organisatorischem Aufwand und Kosten. Für jede neue InvAG sind zudem mindestens zwei Vorstandsmitglieder und drei Aufsichtsratsmitglieder zu bestellen. Dies kann in kleineren Emissionshäusern zu Engpässen führen, etwa angesichts der Regelung zur Höchstzahl der Mandate für Aufsichtsratsmitglieder (§ 100 Absatz 2 AktG). Das Prinzip der Teilgesellschaftsvermögen hat sich bei der InvAG mit variablem Kapital bewährt und ist vom Gesetzgeber auch für die offene InvKG vorgesehen, so dass kein Grund ersichtlich ist, dieses Prinzip nicht auch auf entsprechende geschlossene Strukturen zu übertragen. Auf § 117 Absatz 3 ist für die InvAG mit fixem Kapital nicht zu verweisen, da der Zuordnung des Teilgesellschaftsvermögens zu den jeweiligen Anlageaktionären des Teilgesellschaftsvermögens bei der InvAG mit fixem Kapital ausreichend durch die Regelung in § 117 Absatz 2 Satz 2 Rechnung getragen wird. Die Frage der Auflösung von Teilgesellschaftsvermögen wird durch die Anwendung von § 117 Absatz 2 Satz 3 in Verbindung mit § 144 bei der InvAG mit fixem Kapital und § 132 Abs. 1 Satz 3 in Verbindung mit § 154 bei der geschlossenen InvKG geregelt.

### Zu § 144 und § 154 KAGB-E (Verwaltung und Anlage)

§ 144 und § 154 treffen nähere Bestimmungen zur Verwaltung von geschlossenen Investmentvermögen. Nach dem aktuellen Gesetzeswortlaut des KAGB-Entwurfs ist allein die externe Kapitalverwaltungsgesellschaft berechtigt, die Verwaltungsbeziehung zur InvAG bzw. zur InvKG zu kündigen. Hingegen besteht keine Möglichkeit, dass die Geschäftsführung z. B. einer geschlossenen InvAG oder einer geschlossenen InvKG dem externen Manager kündigt. Dies ist selbst dann nicht möglich, wenn sich die Mehrheit der Kommanditisten dafür ausgesprochen hat. Die Anleger haben also keine Möglichkeit, den externen Manager auszutauschen, wenn sie mit der Verwaltung der InvAG bzw. der InvKG durch die Kapitalverwaltungsgesellschaft nicht zufrieden sind. Anders als im offenen Bereich besteht keine Möglichkeit für die Anleger, den Anteil zurückzugeben, wenn sie mit der Verwaltung des Fonds unzufrieden sind. Dieses Konzept ist nicht ausgewogen, da die Anleger die Verwaltung des Fonds nicht beeinflussen können, aber auch aus dem Produkt nicht aussteigen können. Die Norm ist daher um eine Regelung zu ergänzen, nach der die Investmentaktiengesellschaft die Bestellung der Kapitalverwaltungsgesellschaft kündigen kann.

### Zu § 152 Absatz 2, Absatz 6 und § 161 Absatz 3 KAGB-E (Gesellschaftsvermögen)

§ 152 Absatz 2 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

**Eine Rückgewähr der Einlage oder eine Ausschüttung, die den Wert der Kommanditeinlage unter den Betrag der Einlage herabmindert, führt nicht zu einer Haftung des Kommanditisten gegenüber den Gläubigern der Gesellschaft. § 172 Absatz 4 des Handelsgesetzbuchs findet keine Anwendung. ~~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.~~**

**§ 152 Absatz 6 und § 161 Absatz 3 sind zu streichen.**

Die Norm regelt Ausschüttung und Rückgewähr von Kommanditeinlagen, die zum Aufleben der Haftung des Kommanditisten nach den Vorschriften des HGB führen würden. Generell sollte die Haftung bei Kommanditisten einer InvKG nicht wieder aufleben. Bei langfristigen Investitionen über Komman-

ditgesellschaften kommt es erfahrungsgemäß leicht dazu, dass der „Wert der Kommanditeinlage“ (aufgrund der handelsrechtlichen Ermittlung) durch Auszahlungen herabgemindert wird. Den Schutzgedanken des Anlegers einer InvKG greift der Gesetzgeber zwar bereits für die Sonderfälle des Ausscheidens des Kommanditisten durch Kündigung (§ 152 Absatz 6 KAGB-E) und die Auseinandersetzung des Gesellschaftsvermögens „nach Beendigung der Liquidation“ (§ 161 Absatz 3 KAGB-E) auf, jedoch nicht in der gegebenenfalls über mehrere Jahre dauernden Phase der Liquidation. Im Interesse eines durchgängigen Anlegerschutzes sollte jedoch grundsätzlich eine Inanspruchnahme der Anleger durch Gläubiger der Gesellschaft vermieden werden.

Auch aufgrund der vom Gesetzgeber beabsichtigten Änderungen der Rechnungslegungsvorschriften für die InvKG ist es zur Vermeidung von Wertungswidersprüchen mit dem Handelsrecht geboten, die Vorschriften des HGB über das Wiederaufleben der Haftung des Kommanditisten im Falle der InvKG nicht anzuwenden. In der Bilanz (Vermögensaufstellung) der InvKG sind die „dem Sondervermögen vergleichbaren Vermögensgegenstände und Schulden“, also insbesondere die erworbenen Sachwerte wie etwa Immobilien, nach dem KAGB künftig mit dem Verkehrswert anzusetzen. Anders als nach den 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 in Verbindung mit § 101 Absatz 1 Satz 3 Nr. 1 und Nr. 4 KAGB-E). Dem Gläubiger und der Geschäftsführung der InvKG fehlt im Falle dieser Änderung an Anhaltspunkten in der Rechnungslegung der InvKG, um ein etwaiges Wiederaufleben der Haftung überhaupt ermitteln zu können. Das Wiederaufleben der Haftung kann insbesondere bei Auszahlungen eintreten, die über viele Jahre über dem handelsrechtlichen Ergebnis liegen.

Der vorgeschlagenen Änderung steht auch der Gläubigerschutz nicht entgegen. Denn die Firma der geschlossenen InvKG muss die Bezeichnung „geschlossene Investmentkommanditgesellschaft“ oder eine allgemein verständliche Abkürzung dieser Bezeichnung führen. Gläubiger können aufgrund der Firma der InvKG erkennen, dass sie keine unmittelbaren Ansprüche gegen die Kommanditisten bzw. die Anleger dieses Gesellschaftstyps haben.

Da im Falle einer Neufassung des § 152 Absatz 2 KAGB-E ein Wiederaufleben der Haftung für Kommanditisten einer Investmentkommanditgesellschaft generell ausgeschlossen ist, bedarf es der Sonderregelungen für die Fälle der Kündigung und der Liquidation nicht mehr. §§ 152 Absatz 6 und 161 Absatz 3 KAGB-E können folglich entfallen.

## **VI. Offene Publikumsinvestmentvermögen**

### **Zu § 163 Absatz 3 Satz 3 KAGB-E (Änderung der Anlagebedingungen bei Immobilienfonds)**

§ 163 Absatz 3 Satz 3 KAGB-E ist ersatzlos zu streichen.

§ 163 Absatz 3 Satz 3 KAGB-E regelt, dass Änderungen der Anlagebedingungen eines Immobilien-Sondervermögens nur zulässig sind, wenn diese mit den bisherigen Grundsätzen der Anlagepolitik vereinbar sind oder dem Anleger ein Umtauschrecht angeboten wird. Keine Möglichkeit besteht, wie bei anderen Fonds, dem Anleger lediglich anzubieten, die Anteile ohne Kosten zurückzunehmen.

Eine mit der Anlagepolitik unvereinbare Änderung der Anlagebedingungen sollte auch für Immobilienfonds dann zulässig sein, wenn dem Anleger ein Rückgabe- oder Umtauschrecht angeboten wird. Die hohen Anforderungen für Immobilien-Sondervermögen an eine zulässige Änderung der Anlagebedingungen sind zu streichen, weil sie einen sachlich nicht gerechtfertigten Nachteil gegenüber anderen Publikums-AIF darstellen. Es besteht kein Unterschied für die Liquidität eines Immobilienfonds, ob der Anleger in einen anderen Fonds wechselt oder den Anteil zurückgibt. Zudem steht es im Ermessen der Kapitalverwaltungsgesellschaft, welche Option sie dem Anleger anbietet, so dass sie die Besonderheiten des jeweiligen Fonds berücksichtigen kann.

### **Zu § 170 KAGB-E (Veröffentlichung des Nettoinventarwertes)**

§ 170 KAGB-E ist wie folgt neu zu fassen und ein neuer Absatz 2 hinzuzufügen.

„(1) Gibt die Kapitalverwaltungsgesellschaft oder die Verwahrstelle den Ausgabepreis bekannt, so ist sie verpflichtet, auch den Rücknahmepreis bekannt zu geben; wird der Rücknahmepreis bekannt gegeben, so ist auch der Ausgabepreis bekannt zu geben. Ausgabe- und Rücknahmepreis ~~sowie der Nettoinventarwert~~ je Anteil oder Aktie sind bei jeder Möglichkeit zur Ausgabe oder Rücknahme von Anteilen oder Aktien, für OGAW mindestens jedoch zweimal im Monat, in einer hinreichend verbreiteten Wirtschafts- oder Tageszeitung oder im Verkaufsprospekt oder in den ~~in den~~ wesentlichen Anlegerinformationen bezeichneten elektronischen Informationsmedien zu veröffentlichen.

**(2) Die Ermittlung des Nettoinventarwertes je Anteil oder Aktie erfolgt in einem zeitlichen Abstand, der den von dem Investmentvermögen gehaltenen Vermögenswerten und seiner Ausgabe- und Rücknahmehäufigkeit angemessen ist. Die Anleger werden über die Bewertungen und Berechnungen entsprechend den diesbezüglichen Anlagebedingungen oder der Satzung des Investmentvermögens informiert.“**

Zur Umsetzung von Artikel 19 Absatz 3 AIFM-Richtlinie ist es nicht erforderlich, bei jeder Ausgabe und Rücknahme drei Werte zu veröffentlichen. Sehr häufig wird der Rücknahmepreis dem Nettoinventarwert entsprechen. Andererseits kann es durchaus sinnvoll sein, den Nettoinventarwert häufiger als die Ausgabe- und Rücknahmepreise zu veröffentlichen. Es wird deshalb angeregt, die Veröffentlichung des Nettoinventarwertes in einem zweiten Absatz gesondert zu regeln.

### **Zu § 182 KAGB-E (Genehmigung der Verschmelzung)**

Die §§ 182 ff. KAGB-E sehen bei AIF keine grenzüberschreitende Verschmelzung vor. Wir regen an, entsprechend den bereits bestehenden Regelungen für OGAW auch für AIF grenzüberschreitende Verschmelzungen zuzulassen. Soweit etwa andere Mitgliedsstaaten der Europäischen Union grenzüberschreitende Verschmelzungen zulassen, könnten die Möglichkeiten für deutsche AIF nicht genutzt werden, da dies derzeit im Gesetz nicht geregelt ist. Dies könnte zu Wettbewerbsverzerrungen führen.

### **Zu § 187 KAGB-E (Rechte der Anleger)**

§ 187 Absatz 1 Nr. 3 KAGB-E ist ersatzlos zu streichen.

§ 187 Absatz 1 Nr. 3 KAGB-E regelt das Recht der Anleger auf Umtausch ihrer Anteile in Fall der Verschmelzung eines Immobilien-Sondervermögens. Ein Umtausch der Anteile kann dabei nur in solche

Anteile eines anderen Immobilien-Sondervermögens erfolgen, dessen Anlagepolitik mit den bisherigen Grundsätzen vereinbar ist.

Wie auch bei den übrigen Publikums-AIF sollten bei Immobilien-Sondervermögen übereinstimmende Anlagegrundsätze keine Voraussetzung für eine Verschmelzung sein. Der Anlegerschutz wird über die Möglichkeit der Rückgabe der Anteile sowie über das Umtauschrecht nach § 187 Absatz 1 Satz 1 Nr. 1 und 2 KAGB-E ausreichend gewährt. Die zusätzlichen Anforderungen an die Verschmelzung von Immobilienfonds sind daher zu streichen, weil sie einen sachlich nicht gerechtfertigten Nachteil gegenüber anderen Publikums-AIF darstellen und die AIFM-Richtlinie dies nicht fordert.

### Zu § 216 Absatz 1 KAGB-E (Bewerter)

§ 216 Absatz 1 Satz 1 Nr. 1 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

- „(1) Die Bewertung der Vermögensgegenstände ist durchzuführen
1. entweder durch **einen externen** Bewerter, **der die** eine natürliche oder juristische Person oder eine Personenhandelsgesellschaft **ist sind**, die **jeweils** unabhängig vom offenen Publikums-AIF, von der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft und von anderen Personen mit engen Verbindungen zum Publikums-AIF oder zur AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft ist, oder,
  2. (...).“

Es sollte ausdrücklich klargestellt werden, dass pro AIF auch mehr als ein externer Bewerter eingesetzt werden darf. Der Wortlaut des Artikel 19 Absatz 4 der AIFM-Richtlinie schließt die Bestellung mehrerer externer Bewerter für ein Sondervermögen nicht aus; überdies erscheint die Möglichkeit der Aufteilung des Sondervermögens in Segmente mit unterschiedlichen externen Bewertern insbesondere dann sachgerecht, wenn die jeweiligen Vermögensgegenstände in verschiedenen Staaten belegen sind.

### Zu § 216 Absatz 1 KAGB-E (Bestellung der Bewerter und Auslagerung)

§ 216 Absatz 2 Nr. 3 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

- (2) Wird ein externer Bewerter für die Bewertung herangezogen, so weist die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft nach, dass:
1. (...),
  2. (...), und
  3. die Bestellung des externen Bewerter den Anforderungen des § 36 Absatz 1, 2 und 10 entspricht; **dies gilt nicht für die Bewertung der einzelnen Vermögensgegenstände.**

Es sollte klargestellt werden, dass die Auslagerungsanzeige nur einmalig für die Bestellung des externen Bewerter für das jeweilige Sondervermögen zu erfolgen hat, nicht jedoch bei jeder einzelnen durch den externen Bewerter vorgenommenen Bewertung. Der Wortlaut des § 216 Absatz 2 Nr. 3 KAGB-E ist insoweit nicht eindeutig. Eine Auslagerungsanzeige für jede einzelne Bewertung wäre jedoch weder sachgerecht noch praktikabel und entspricht auch nicht dem Sinn und Zweck der Vorgaben der AIFM-Richtlinie.



## Zu § 219 und § 221 KAGB-E (Zulässige Vermögensgegenstände von Gemischten und Sonstigen Sondervermögen)

§ 219 Absatz 1 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

„(1) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft darf für Rechnung eines Gemischten Investmentvermögens nur erwerben:

1. Vermögensgegenstände nach Maßgabe der §§ 193 bis 198,
2. Anteile oder Aktien an
  - a) inländischen AIF nach Maßgabe der §§ 218, 219 sowie Anteile an vergleichbaren EU- oder ausländischen AIF,
  - b) inländischen AIF nach Maßgabe der §§ 220 bis 224 sowie Anteile an vergleichbaren EU- oder ausländischen AIF,
  - c) inländische AIF nach Maßgabe der §§ 230 bis 260 sowie Anteile an vergleichbaren EU- oder ausländischen AIF,**
  - d) Zielfonds im Sinne des § 225 Absatz 1 Satz 2.**

§ 221 Absatz 1 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

(1) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft darf für ein Sonstiges Investmentvermögen nur erwerben:

1. Vermögensgegenstände nach Maßgabe der §§ 193 bis 198, wobei sie nicht den Erwerbsbeschränkungen nach § 197 Absatz 1 unterworfen ist,
2. Anteile oder Aktien an inländischen Investmentvermögen nach Maßgabe der §§ 196, 218 und 220 sowie an entsprechenden EU-Investmentvermögen oder ausländischen AIF
3. **inländische AIF nach Maßgabe der §§ 230 bis 260 sowie Anteile an vergleichbaren EU- oder ausländischen AIF,**
4. **Zielfonds im Sinne des § 225 Absatz 1 Satz 2,**
5. Edelmetalle,
- 4.6. unverbriefte Darlehensforderungen.

Die derzeit bestehende **Möglichkeit des Erwerbs von Immobilien- und Hedgefonds-Anteilen soll auch künftig als Beimischung für Gemischte und Sonstige Sondervermögen genutzt werden können**, um die Risiken dieser Fondstypen weiter zu diversifizieren. Aufgrund der besonderen Risiken einer Vermögensanlage in Single-Hedgefonds bzw. einer eingeschränkten Liquidität bei Immobilien-Sondervermögen soll die Beschränkung auf eine Beimischung sicherstellen, dass der Anleger von den Vorteilen dieser Fondstypen profitieren kann, ohne dass diese Anlageform übergewichtet werden kann. Dem Anleger wird damit ein Investmentfonds mit optimaler Asset Allocation angeboten.

Im Einzelnen:

§ 219 und § 221 KAGB-E regeln die für Gemischte und Sonstige Sondervermögen zulässigen Vermögensgegenstände. Anteile am Immobilien- und Hedgefonds sollen künftig keine zulässigen Vermögensgegenstände für diese Publikums-Fondstypen mehr sein.

- a) Hinsichtlich der Immobilien-Sondervermögen führt die Gesetzesbegründung an, dass dieser Fondstyp nach der aktuellen Entwurfsfassung künftig nur einmal im Kalenderjahr Rücknahmetermine vorsieht. Selbst wenn der Gesetzgeber dem Vorschlag der Regierung folgen sollte, lässt sich hieraus kein zwingendes Erwerbsverbot für Anteile an Immobilienfonds rechtfertigen. Einer hieraus resultierenden teilweisen Einschränkung der Liquidität auf Ebene des Sondervermögens wäre durch Erwerbsgrenzen hinreichend Rechnung getragen. Wir regen daher an, diese Grenzen bei Immobilien-Sondervermögen bei 30 Prozent des Wertes des Sondervermögens festzusetzen.
- b) Auch Anteile an Single-Hedgefonds sollen keine zulässigen Vermögensgegenstände mehr sein. Da Single-Hedgefonds künftig nur noch als Spezial-AIF aufgelegt werden dürfen, soll die Investition von Privatanlegern in diese Fonds künftig nur noch indirekt über Dach-Hedgefonds möglich

sein. Dies engt die bisherigen Anlagemöglichkeiten dieser Fondstypen in unsachgemäßer Weise ein und widerspricht aus folgenden Gründen den Anlegerinteressen:

- Dach-Hedgefonds mit bis zu 100 Prozent Anteil an anderen Single-Hedgefonds bleiben ein Produkt für Kleinanleger, die in Rede stehenden Fondstypen mit einer Anlagegrenze bezüglich des Erwerbs von Hedgefondsanteile dagegen nicht. Dies stellt einen Widerspruch dar, zumal die untergeordnete Beimischung einer nochmaligen Risikoreduzierung dient.
- Das Sonstige Sondervermögen wird oftmals für Retail-Investoren mit kleinerem Anlagevermögen als Vermögensverwaltungskomplettlösung gestaltet und angeboten. Mit der jetzigen Ausgestaltung hat auch der Kleinanleger Zugang zu einer professionellen, sinnvoll diversifizierten Vermögensverwaltungslösung in Fondsform, die aufgrund der bei der Direktanlage normalerweise notwendigen Mindestanlagegrößen regelmäßig nur sehr vermögenden Anlegern offenstehen.
- Bei einer Streichung der Erwerbsmöglichkeit von Single-Hedgefonds-Anteilen ist zu erwarten, dass der Fondsmanager aufgrund der dadurch für den Anleger entstehenden Nachteile hinsichtlich einer Risiko/Renditeoptimierung gezwungen ist, zu teuren und riskanteren Ausweichlösungen (z. B. Zertifikaten) zurückzugreifen.
- Anleger wären letztlich gezwungen, die fehlende Anlageklasse wieder durch den Zukauf eines Dach-Hedgefonds „künstlich“ zu ergänzen.

Auch in systematischer Hinsicht bestehen keine Bedenken gegen die von uns vorgeschlagene Lösung. Bislang dürfen Gemischte Sondervermögen bis zu 10 Prozent des Wertes des Sondervermögens in Single-Hedgefondsanteile anlegen und Sonstige Sondervermögen bis zu 30 Prozent des Wertes des Sondervermögens. § 84 Absatz 1 Nr. 2c) InvG lässt bereits heute für Gemischte Sondervermögen die Anlage in Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken zu, ohne näher zu spezifizieren, ob es sich dabei um Publikums- oder Spezialfonds handeln muss. Daraus ergibt sich, dass die Anlage in Spezial-Single-Hedgefonds schon heute zulässig ist. Dies ist auch folgerichtig, da einige anleger-schützende Vorschriften, die bei Spezialfonds ausnahmsweise keine Anwendung finden, bei Spezial-Single-Hedgefonds als Rückausnahme dann doch gelten. Festzuhalten ist daher, dass auch aus systematischer Sicht nichts dagegen spricht, den in Rede stehenden Publikums-Fondstypen weiter den Erwerb von Spezial-Hedgefonds-Anteilen zu gewähren.

Die bisherigen Grenzen für den Erwerb von Hedgefonds-Anteilen bei Gemischten und Sonstigen Sondervermögen sollen daher beibehalten werden.

### **Zu § 221 Absatz 5 KAGB-E (Zulässige Vermögensgegenstände von Sonstigen Sondervermögen)**

§ 221 Absatz 5 Satz 1 KAGB-E ist wie folgt zu formulieren:

„Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft muss sicherstellen, dass der Anteil der für Rechnung des Sonstigen Investmentvermögens gehaltenen ~~Edelmetalle~~, Derivate und unverbrieften Darlehensforderungen einschließlich solcher, die als sonstige Anlageinstrumente im Sinne des § 198 erwerbbar sind, 30 Prozent des Wertes des Sonstigen Investmentvermögens nicht übersteigt.“

Die Vorschrift übernimmt mit redaktionellen Anpassungen § 90g Absatz 5 InvG und legt u. a. fest, dass die Anlage in Edelmetalle bei als Publikumsfonds aufgelegten Sonstigen Sondervermögen auf 30 Prozent begrenzt ist. Diese Grenze sollte gestrichen werden.

Im Spezialfondsbereich kann hinsichtlich des Erwerbs von Edelmetallen über die für als Publikumsfonds aufgelegten Sonstigen Sondervermögen festgelegte Grenze unter Beachtung einer ausreichenden Risikostreuung hinausgegangen werden. Eine Mischung verschiedener Edelmetallanlagen (z. B. Gold, Silber, Platin und Palladium) kann hier zu einer ausreichenden Diversifikation führen.

Eine direkte Auswirkung auf den Grundsatz der Risikomischung hätte eine Direktinvestition nicht, denn die Edelmetalle unterliegen verschiedenen Preisrisiken. Für als Publikumsfonds aufgelegte Sonstige Investmentvermögen besteht diese Möglichkeit nicht. Dort müssten 70 Prozent der Anlagen in Substituten gehalten werden (Zertifikate auf Gold, Silber etc.).

Es ist daher nicht nachvollziehbar, weshalb ein Publikums-AIF für Privatanleger seine Anlagen in Substituten halten muss, die ein zusätzliches Emittentenrisiko begründen, während Spezial-AIF dies nicht müssen.

## VII. Immobilien-Sondervermögen

### Zu § 231 Absatz 2 KAGB-E (Zulässige Vermögensgegenstände, Anlagegrenzen):

§ 231 Absatz 2 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

„Ein in Absatz 1 Nummer 1 bis 6 genannter Vermögensgegenstand darf nur erworben werden, wenn

1. er zuvor von einem externen Bewerter im Sinne des § 250 **Absatz 4 Satz 2** bewertet wurde,
2. der externe Bewerter nicht zugleich die regelmäßige Bewertung gemäß den §§ 248, 249 und 251 Absatz 1 durchführt und
3. die aus dem Sondervermögen zu erbringende Gegenleistung den ermittelten Wert nicht oder nur unwesentlich übersteigt.

Entsprechendes gilt im Fall des § 232 für Vereinbarungen über die Bemessung des Erbbauzinses und über dessen etwaige spätere Änderung.“

Die Regelung übernimmt mit redaktionellen Anpassungen den Wortlaut des § 67 Absatz 5 InvG. Nummer 1 enthält eine redaktionelle Folgeänderung zu unserem Änderungsvorschlag zu § 250 KAGB-E.

### Zu § 232 Absatz 2 KAGB-E (Erbbaurechtsbestellung)

§ 232 Absatz 2 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

„Vor der Bestellung des Erbbaurechts ist die Angemessenheit des Erbbauzinses von einem externen Bewerter im Sinne des § 250 **Absatz 4 Satz 2** zu bestätigen; der externe Bewerter darf nicht zugleich die regelmäßige Bewertung gemäß den §§ 248, 249 und 251 Absatz 1 durchführen.“

Es handelt sich um eine redaktionelle Folgeänderung zu unserem Änderungsvorschlag zu § 250 KAGB-E.

### Zu § 232 Absatz 3 KAGB-E (Erbbaurechtsbestellung)

§ 232 Absatz 3 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

„Innerhalb von zwei Monaten nach der Bestellung des Erbbaurechts ist der Wert des Grundstücks von einem ~~externen Bewerter~~ **Sachverständigenausschuss** im Sinne des § 250 **Absatz 1** Nummer 1 neu festzustellen.“

Es handelt sich um eine redaktionelle Folgeänderung zu unserem Änderungsvorschlag zu § 250 KAGB-E.

### Zu § 235 Absatz 2 Nummer 1 KAGB-E (Anforderungen an die Immobilien-Gesellschaften)

§ 235 Absatz 2 Nummer 1 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

„die von der Immobilien-Gesellschaft neu zu erwerbenden Vermögensgegenstände vor ihrem Erwerb von einem externen Bewerter im Sinne des § 250 **Absatz 4 Satz 2** bewertet werden.“

Es handelt sich um eine redaktionelle Folgeänderung zu unserem Änderungsvorschlag zu § 250 KAGB-E.

### Zu § 236 Absatz 2 KAGB-E (Erwerb der Beteiligung; Wertermittlung durch Abschlussprüfer)

§ 236 Absatz 2 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

„Bei der Wertermittlung ist von dem letzten mit dem Bestätigungsvermerk eines Abschlussprüfers versehenen Jahresabschluss der Immobilien-Gesellschaft auszugehen. Liegt der Jahresabschluss mehr als drei Monate vor dem Bewertungsstichtag, ist von den Vermögenswerten und Verbindlichkeiten der Immobilien-Gesellschaft auszugehen, die in einer vom Abschlussprüfer geprüften aktuellen Vermögensaufstellung nachgewiesen sind. **Für die Bewertung gelten § 248 Absatz 3 und 4 mit der Maßgabe, dass die im Jahresabschluss oder in der Vermögensaufstellung der Immobilien-Gesellschaft ausgewiesenen Immobilien mit dem Wert anzusetzen sind, der von einem externen Bewerter im Sinne des § 250 Absatz 4 Satz 2, der nicht zugleich die regelmäßige Bewertung gemäß §§ 248, 249 und 251 Absatz 1 durchführt, festgestellt wurde.**“

Die Regelung übernimmt mit redaktionellen Anpassungen den Wortlaut des § 68 Absatz 2 Satz 2 und 3 InvG.

Die Bewertung einer Immobilie kann nicht davon abhängen, ob diese direkt oder indirekt (über die Beteiligung an einer Immobilien-Gesellschaft) gehalten wird, da die Immobilien-Gesellschaft nach ihrer gesetzlichen Ausprägung allein einen Investitions-Ersatz-Charakter für die Direktanlage hat. Um unterschiedliche Bewertungen und Bewertungssprünge beim Wechsel des jeweiligen Bewerter zu vermeiden, ist sicherzustellen, dass die Immobilienbewertung unabhängig von der „Halteform“ nach identischen Regeln erfolgt. Ohne eine zwingende Bindung des Abschlussprüfers an den vom externen Bewerter ermittelten Wert der Immobilie besteht das Risiko, dass durch Einbringung von direkt gehaltenen Fondsimmobilen in Immobiliengesellschaften (oder umgekehrt) missbräuchlich günstigere Bewertungen aufgrund unterschiedlicher Bewertungsverfahren erzielt werden könnten. Zudem würde eine Immobilien-Beteiligung einer Private-Equity-Beteiligung an einem Unternehmen gleichgesetzt, ohne dem besonderen Charakter als Investitionsvehikel für Immobilien Rechnung zu tragen. Dies würde zu einer Ableitung von zu volatilen Kapitalisierungszinssätzen aus dem Kapitalmarkt führen und

den Produktcharakter von einem substanzbasierten Immobilienanlageprodukt für Kleinanleger zu einem Real Estate Private Equity Produkt verändern.

### **Zu § 236 Absatz 3 KAGB-E (Erwerb der Beteiligung; Wertermittlung durch Abschlussprüfer)**

§ 236 Absatz 3 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

„Für die Bewertung gelten die §§ 248 und 250 **Absatz 1** Nummer 2.“

Es handelt sich um eine redaktionelle Folgeänderung zu unserem Änderungsvorschlag zu § 250 KAGB-E.

### **Zu § 240 Absatz 2 Nr. 2 KAGB-E (Darlehensgewährung an Immobilien-Gesellschaften)**

§ 240 Absatz 2 Nr. 2 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

„(2) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft hat sicherzustellen, dass

1. (...),
2. die Summe der Darlehen, die den Immobilien-Gesellschaften insgesamt für Rechnung des Immobilien-Sondervermögens gewährt werden, 25 Prozent des Wertes des Immobilien-Sondervermögens nicht übersteigt; bei der Berechnung der Grenze sind die aufgenommenen Darlehen nicht abzuziehen. **Die Summe der Darlehen, die einer Immobilien-Gesellschaft für Rechnung des Immobilien-Sondervermögens gewährt werden, an der die AIF-Kapitalverwaltungs-gesellschaft für Rechnung des Immobilien-Sondervermögens zu 100 Prozent des Kapitals und der Stimmrechte beteiligt ist, wird auf die Grenze nach Satz 1 nicht angerechnet.**“

Verfügt die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft bei der Immobilien-Gesellschaft über eine 100-prozentige Beteiligung, so kann sie deren Geschäftspolitik bestimmen und kontrolliert damit auch die Verwendung der an die Immobilien-Gesellschaft gegebenen Darlehen. Unter diesen Umständen sollten Gesellschafterdarlehen künftig keinen quantitativen Beschränkungen mehr unterworfen sein. Dies korrespondiert mit der gesetzlichen Wertung des § 237 Absatz 2 KAGB-E, wonach 100-prozentige Beteiligungen in unbegrenztem Umfang zulässig sind. Gesellschafterdarlehen werden im Ausland typischerweise als steuerbegünstigte Form der Finanzierung von Immobilien-Gesellschaften eingesetzt. Obergrenzen, nach deren Ausschöpfen das Fondsmanagement auf die nicht steuerbegünstigte Eigenkapitalfinanzierung zurückgreifen muss, schmälern daher grundsätzlich die Rendite für den Anleger.

### **Zu § 248 KAGB-E (Sonderregeln für die Bewertung)**

§ 248 Absatz 2 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

“(2) Für Vermögensgegenstände im Sinne des § 231 Absatz 1 sowie des § 234 ist im Zeitpunkt des Erwerbs und danach nicht länger als zwölf Monate der Kaufpreis dieser Vermögensgegenstände anzusetzen. **Sehen die Anlagebedingungen Ausgabetermine häufiger als alle zwölf Monate vor, so tritt an die Stelle des Zeitraums von zwölf Monaten der Zeitraum, der dem Abstand zwischen zwei Ausgabeterminen entspricht, mindestens aber drei Monate.**“

Die Regelung übernimmt mit redaktionellen Anpassungen den Wortlaut des § 79 Absatz 1 Satz 10 InvG.

§ 248 Absatz 4 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

„(4) Der Wert der Beteiligung an einer Immobilien-Gesellschaft ist nach den für die Bewertung von Unternehmensbeteiligungen allgemein anerkannten Grundsätzen zu ermitteln, **wobei die im Jahresabschluss oder in der Vermögensaufstellung der Immobilien-Gesellschaft ausgewiesenen Immobilien mit dem Wert anzusetzen sind, der von einem Sachverständigenausschuss im Sinne des § 250 Absatz 3 festgestellt wurde.**“

Die Regelung übernimmt mit redaktionellen Anpassungen den Wortlaut des § 70 Absatz 2 Satz 1 InvG. Zur Begründung verweisen wir auf unsere Ausführungen zu § 236 Absatz 2 KAGB-E.

### **Zu § 249 Absatz 1 KAGB-E (Sonderregeln für das Bewertungsverfahren)**

§ 249 Absatz 1 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

„(1) § 169 ist mit der Maßgabe anzuwenden, dass die Bewertungsrichtlinien für Immobilien-Sondervermögen zusätzlich vorzusehen haben, dass der externe Bewerter im Sinne des § 250 **Absatz 4 Satz 2** Objektbesichtigungen vornimmt.“

Es handelt sich um eine redaktionelle Folgeänderung zur Klarstellung, dass der externe Bewerter auch bei der Erstbewertung nach § 231 Absatz 2 und § 236 Absatz 1 KAGB-E Objektbesichtigungen vornehmen muss.

### **Zu § 250 KAGB-E (Sonderregeln für den Bewerter)**

§ 250 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

„ (1) § 216 ist mit der Maßgabe anzuwenden, dass

1. die Bewertung der Vermögensgegenstände im Sinne des § 231 Absatz 1 nur durch einen **oder mehrere von der Kapitalverwaltungsgesellschaft zu bildende Sachverständigenausschüsse externen-Bewerter** erfolgen darf,
2. der Wert der Beteiligung an einer Immobilien-Gesellschaft **nach Maßgabe des § 248 Absatz 4** durch einen Abschlussprüfer im Sinne des § 319 Absatz 1 Satz 1 und 2 des Handelsgesetzbuchs zu ermitteln ist.

**(2) Der Sachverständigenausschuss übt seine Tätigkeit unabhängig von der Kapitalverwaltungsgesellschaft aus, insbesondere dürfen Vertreter der Kapitalverwaltungsgesellschaft nicht an den Sitzungen des Sachverständigenausschusses teilnehmen.**

**(3) Ein Sachverständigenausschuss besteht aus drei externen Bewertern im Sinne von § 216 Absatz 2 Nummer 1 und 2, die als Hauptgutachter oder Nebengutachter an der Bewertung von Vermögensgegenständen mitwirken. Die Zusammensetzung eines Sachverständigenausschusses und dessen Tätigkeit sind von der Kapitalverwaltungsgesellschaft als Teil der internen Bewertungsrichtlinie gemäß § 169 Absatz 1 festzulegen, der als Muster gesondert mit der Bundesanstalt abzustimmen ist. Dieser Teil der Bewertungsrichtlinie hat mindestens zu regeln:**

1. die Berufung und Abberufung von Mitgliedern,
2. die Anzahl, Zusammensetzung, Aufgaben und Beauftragung der Ausschüsse,
3. dass der Wertermittlung ein geeignetes, am jeweiligen Anlagemarkt anerkanntes Wertermittlungsverfahren oder mehrere dieser Verfahren zugrunde zu legen sind und die Wahl des Verfahrens zu begründen ist,
4. dass dem Sachverständigenausschuss von der Kapitalverwaltungsgesellschaft alle zur Bewertung erforderlichen Unterlagen zur Verfügung gestellt werden,

5. die Teilnahme der externen Bewerter an einer Objektbesichtigung,
6. die Gliederung der Bewertungsgutachten und
7. die Beschlussfassung.

Nach der Bewertungsrichtlinie muss gewährleistet sein, dass kein Ausschussmitglied mehr als zwei Jahre als Hauptgutachter an der Bewertung desselben Vermögensgegenstandes mitwirkt.

**(4) Die Mitglieder des Sachverständigenausschusses werden von der Kapitalverwaltungsgesellschaft bestellt. Die Bestellung setzt voraus, dass der externe Bewerter unabhängig, unparteilich und zuverlässig ist sowie neben den Voraussetzungen des § 216 Absatz 2 Nummer 1 und 2 angemessene Fachkenntnisse und ausreichende praktische Erfahrungen hinsichtlich der von ihm zu bewertenden Immobilienart und eventueller regionaler Besonderheiten nachweist. Ein externer Bewerter darf für die Kapitalverwaltungsgesellschaft zu derselben Zeit nur in einem ihrer Sachverständigenausschüsse und nur bis zum Ablauf des zweiten auf seine erstmalige Bestellung folgenden Kalenderjahres tätig sein. Dieser Zeitraum verlängert sich anschließend bis zu drei Mal um jeweils ein weiteres Jahr, wenn**

1. die Einnahmen des externen Bewerter aus seiner Tätigkeit als Mitglied eines Sachverständigenausschusses oder aus anderen Tätigkeiten für die Kapitalverwaltungsgesellschaft in dem Jahr, das dem letzten Jahr des jeweils gesetzlich erlaubten Tätigkeitszeitraums vorausgeht, 30 Prozent seiner Gesamteinnahmen nicht überschritten haben;
2. der externe Bewerter gegenüber der Kapitalverwaltungsgesellschaft im letzten Jahr des gesetzlich erlaubten Tätigkeitszeitraums eine entsprechende Erklärung im Sinne der Nummer 1 abgibt.

Die Kapitalverwaltungsgesellschaft darf einen externen Bewerter erst nach Ablauf von zwei Jahren seit Ende des gesetzlich erlaubten Tätigkeitszeitraums erneut als Mitglied eines ihrer Sachverständigenausschüsse bestellen. Als externer Bewerter kann auch ein Angehöriger eines Zusammenschlusses von Sachverständigen unabhängig von der Rechtsform des Zusammenschlusses bestellt werden, wenn in Bezug auf diesen Angehörigen die Voraussetzungen nach Satz 2 erfüllt sind; die Sätze 3 bis 5 gelten für diesen Angehörigen entsprechend. Die Bestellung eines Angehörigen eines Zusammenschlusses von externen Bewertern ist nur zulässig, wenn im Gesellschaftsvertrag oder in der Satzung des Zusammenschlusses sowie durch geeignete Organisationsmaßnahmen die Weisungsfreiheit, die Unabhängigkeit und die Unparteilichkeit der Sachverständigen sichergestellt und Interessenkonflikte auf Grund sonstiger Tätigkeiten des Zusammenschlusses ausgeschlossen sind.

**(5) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft teilt die Bestellung der externen Bewerter der Bundesanstalt mit. Liegen die Voraussetzungen von Absatz 2 nicht vor, kann die Bundesanstalt die Bestellung eines anderen externen Bewerter verlangen."**

Die bisherige Regelung zur Immobilienbewertung in Publikumsfonds sollte inhaltlich unverändert beibehalten werden. Danach hat die Immobilienbewertung durch einen Sachverständigen-Ausschuss zu erfolgen. Absatz 1 und 2 übernehmen daher mit Anpassungen aufgrund der Neuregelung zum Bewerter die Regelung des § 77 Absatz 1 InvG. Die Absätze 3 bis 5 übernehmen mit redaktionellen Anpassungen den Wortlaut des § 77 Absatz 1a bis 3 InvG. Außerdem wird die Regelung an die Diktion des nach dem Entwurf des KAGB vorgesehenen Bewertungssystems angepasst und ordnet den Sachverständigenausschuss in das Bewertungssystem des KAGB-E ein.

Bislang galt nach § 77 Absatz 1a Satz 1 Investmentgesetz bei der Bewertung der Immobilien offener Fonds das sogenannte Kollegialprinzip. Der Sachverständigen-Ausschuss ist ein bewährtes Qualitätsmerkmal der offenen Immobilienfonds, da die Entscheidung durch ein Kollegialorgan dem Einzelentscheid insbesondere hinsichtlich der Sachkenntnis überlegen ist. Dabei kontrollierten immer zwei Nebengutachter die Arbeit des Hauptgutachters.

Zudem werden im Investmentgesetz auch vergleichsweise hohe Anforderungen an die Qualifikation der Bewerter gestellt. In § 77 Absatz 1a Satz 4 und Absatz 2 war eine regelmäßige Rotation der Gutachter vorgesehen. Sollte das KAGB wie geplant in seiner derzeitigen Form in Kraft treten, so würde das bisher bei offenen Immobilienfonds erreichte Schutzniveau absinken.

### Zu § 251 Absatz 1 Satz 1 KAGB-E (Sonderregeln für die Häufigkeit der Bewertung)

§ 251 Absatz 1 Satz 1 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

„(1) § 217 ist mit der Maßgabe anzuwenden, dass der ~~Wert der Vermögensgegenstände im Sinne des § 231 Absatz 1 und des § 234 innerhalb eines Zeitraums von drei Monaten vor jedem Ausgabetermin zu ermitteln ist~~ zeitliche Abstand zwischen der Bewertung der einzelnen Vermögensgegenstände im Sinne des § 231 Absatz 1 und des § 234 jeweils höchstens drei Monate betragen darf. Abweichend von Satz 1 ist der Wert stets erneut zu ermitteln und anzusetzen, wenn nach Auffassung der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft der zuletzt ermittelte Wert aufgrund von Änderungen wesentlicher Bewertungsfaktoren nicht mehr sachgerecht ist; die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft hat ihre Entscheidung und die Gründe dafür nachvollziehbar zu dokumentieren.

§ 251 Absatz 1 Satz 1 sieht in Abhängigkeit von den für Anteile offener Publikums-Immobiliensondervermögen vorgesehenen vier Ausgabeterminen pro Jahr (§ 255 Absatz 2) eine maximal quartalsweise Bewertung vor. Der quartalsweise Bewertungssturnus sollte auch bei der zu § 255 Absatz 2 vorgeschlagenen börsentäglichen Ausgabe von Anteilen beibehalten werden, da eine höhere Bewertungsfrequenz nicht praktikabel wäre.

### Zu § 251 Absatz 2 KAGB-E (Sonderregeln für die Häufigkeit der Bewertung)

§ 251 Absatz 2 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

„(2) Absatz 1 gilt entsprechend für die Bewertung der im Jahresabschluss oder in der Vermögensaufstellung der Immobilien-Gesellschaft ausgewiesenen Immobilien durch den ~~externen Bewerter Sachverständigenausschuss~~ gemäß § 250 Absatz 1 Nummer 1.“

§ 251 Absatz 2 KAGB-E ist im Hinblick auf den Änderungsvorschlag zu § 250 KAGB-E redaktionell anzupassen.

### Zu § 254 Absatz 2 KAGB-E (Kreditaufnahme bei Immobilienfonds)

§ 254 Absatz 2 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

„Entsprechend der Beteiligungshöhe sind die von der Immobilien-Gesellschaft aufgenommenen Kredite bei dem Immobilien-Sondervermögen bei der Berechnung der in Absatz 1 genannten Grenzen zu berücksichtigen. **Dies gilt nicht für Kredite, die der Immobilien-Gesellschaft nach Maßgabe des § 240 von der AIF-Verwaltungsgesellschaft für Rechnung des Immobilien-Sondervermögens gewährt wurden.**“

Es handelt sich um eine Klarstellung, dass Kredite, die der Immobilien-Gesellschaft gemäß § 240 von der AIF-Verwaltungsgesellschaft selbst für Rechnung des Immobilien-Sondervermögens gewährt wurden, kein im Rahmen des § 254 Absatz 2 KAGB-E zu berücksichtigendes Risiko darstellen.



## Zu § 255 Absatz 2 KAGB-E (Sonderregeln für die Ausgabe und Rücknahme von Anteilen)

§ 255 Absatz 2 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

„(2) Abweichend von § 98 Absatz 1 Satz 1 **müssen können** die Anlagebedingungen von Immobilien-Sondervermögen vorsehen, dass die Rücknahme von Anteilen nur **zu einem bestimmten Rücknahmetermin im Kalenderjahr einmal jährlich** erfolgt. ~~Der zeitliche Abstand zwischen den Rücknahmetermenen muss zwölf Monate betragen. Neue Anteile dürfen zu den in den Anlagebedingungen festgelegten Ausgabeterminen ausgegeben werden. Der zeitliche Abstand zwischen den Ausgabeterminen muss mindestens drei Monate betragen. Einer der Ausgabetermine muss mit dem Rückgabetermin zusammenfallen.“~~

Die Regelung des § 255 Absatz 2 sieht eine zwingende Beschränkung der Anteilrückgaben ausschließlich auf einen einzigen Termin im Jahr vor. Anteilsausgaben sollen in Abhängigkeit vom Rückgabetermin nur noch alle drei Monate möglich sein.

Die Regelungen des § 255 Absatz 2 sind weder praxisgerecht noch berücksichtigen sie die Anlegerbelange. Anteilrückgaben sollten wie bisher sowohl börsentäglich als auch nur einmal jährlich (unter Einhaltung einer Mindesthaltefrist von 24 Monaten und mit einer Kündigungsfrist von zwölf Monaten) möglich sein.

Eine Beschränkung auf nur einen festen Rückgabetermin pro Kalenderjahr ist für ein der Immobilienanlage angemessenes Liquiditätsmanagement nicht zwingend notwendig. Die KAG erhält für jede (täglich) angekündigte Rücknahme eine Frist von zwölf Monaten, um die notwendige Liquidität durch den Verkauf von Immobilien für den in der Zukunft liegenden Rückgabetermin zu schaffen. Auch bei nur einem Kündigungstermin pro Jahr hat das Fondsmanagement nur die Frist von zwölf Monaten Zeit für den Verkauf von Immobilien. Bei einer korrekten Anlegerberatung wird der Anleger den Kündigungstermin nicht verpassen. Auch bei nur einem Rückgabetermin pro Jahr ergibt sich daher kein sicherer Liquiditätsvorteil für die KAG.

Weiterhin ist eine zwingende Reduktion der Rückgaben der Anteilscheine ausschließlich auf einen einzigen Termin im Jahr für den normalen Kleinsparer nicht vorteilhaft. Ein Auszahlplan mit z. B. monatlichen Auszahlungen zur Aufbesserung der Rente wäre nicht mehr möglich. Der Anleger müsste die Anlage kündigen und in eine dem OIF gegenüber renditeärmere Alternativenanlage wie das Sparbuch umschichten. Nur die Möglichkeit der täglichen Rückgabe mit zwölfmonatiger Kündigungsfrist ermöglicht weiterhin das Anbieten von Auszahlplänen in OIF im Interesse von hunderten von Kleinanlegern. Die Politik will den OIF als Investment für den Privatanleger erhalten. Bereits die Kündigungsfrist von zwölf Monaten des AnsFuG verbunden mit der angedachten vollständigen Streichung des Freibetrages sowie dem Wegfall des monatlichen Sparplans führt zu einer erheblichen Verschlechterung der bisher gegebenen täglichen Verfügbarkeit der Fondsanteile bei Kauf und Verkauf. Die nun zusätzlich angedachte Rückgabe einmal im Jahr würde den OIF für viele Privatanleger endgültig unattraktiv machen.

Soweit ein Immobilienfonds auf Basis unseres Petitions nur einen jährlichen Rücknahmetermin vorsieht, bedarf es dennoch einer täglichen Ausgabe von Anteilen, um neben der Möglichkeit des Verkaufs von Immobilien eine zusätzliche Liquiditätsquelle zu schaffen. Die tägliche Ausgabe von Anteilen muss auch in diesen Fällen zulässig sein, da anderenfalls

- solche OIF sich nicht mehr für Sparpläne für Kleinanleger eignen,
- das Fondswachstum vom Marktumfeld an einem Tag im Jahr abhängig ist,
- das Fondsvolumen als Basis für Risikomanagement, Anlagegrenzen und Objektgröße nicht planbar ist und

- der OIF nicht mehr als zuverlässiger Einkäufer am Immobilienmarkt auftreten kann, da ihm unterjährig kein Investitionskapital zufließt (Ausschluss aus Bieterverfahren, keine Ansprache durch Verkäufer).

Die Zulassung der börsentäglichen Anteilscheinausgabe auch bei nicht täglicher Rückgabe von Anteilen ist für den unterjährigen Aufbau der Liquiditätsquote zur Erfüllung der fristgemäß gekündigten Rückgaben und damit für ein planbares Liquiditätsmanagement unverzichtbar. Erfolgt keine börsentägliche Ausgabe von Anteilen, müsste die Liquiditätsplanung zum jeweiligen Rücknahmetermine ausschließlich auf Basis der vorhandenen Liquidität erfolgen, um zu gewährleisten, dass sämtliche angekündigten Anteilrückgaben bzw. -ausgaben bedient werden können. Die hiernach erforderliche Liquiditätsbeschaffung müsste vorwiegend durch Objektverkäufe (mit der Folge erheblicher Transaktionskosten sowie Steuerzahlungen) und/oder Kreditaufnahmen erfolgen, wodurch das Sondervermögen mit ansonsten vermeidbaren Kosten belastet würde.

### Zu § 257 KAGB-E (Aussetzung der Rücknahme)

§ 257 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

~~„(1) Verlangt der Anleger, dass ihm gegen Rückgabe des Anteils sein Anteil am Immobilien-Sondervermögen ausgezahlt wird, so übersteigen die auf Grund von fälligen Rücknahmeverlangen auszahlenden Beträge an einem Rücknahmetermine die Bankguthaben und den Erlös der nach § 253 Absatz 1 angelegten Mittel nach Abzug der nach § 253 Absatz 2 gebundenen Mittel, hat die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft die Rücknahme der Anteile zu diesem Termine zu verweigern. und auszusetzen, wenn die Bankguthaben und der Erlös der nach § 253 Absatz 1 angelegten Mittel zur Zahlung des Rücknahmepreises und zur Sicherstellung einer ordnungsgemäßen laufenden Bewirtschaftung nicht ausreichen oder nicht sogleich zur Verfügung stehen. Zur Beschaffung der für die Rücknahme der Anteile notwendigen Mittel hat die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft Vermögensgegenstände des Sondervermögens zu angemessenen Bedingungen zu veräußern.~~

~~(2) Reichen die liquiden Mittel gemäß § 253 Absatz 1 zwölf Monate nach der Aussetzung der Rücknahme gemäß Absatz 1 Satz 1 nicht aus, so hat die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft die Rücknahme weiterhin zu verweigern und durch Veräußerung von Vermögensgegenständen des Sondervermögens weitere liquide Mittel zu beschaffen. Der Veräußerungserlös kann abweichend von § 260 Absatz 1 Satz 1 den dort genannten Wert um bis zu 10 Prozent unterschreiten. Die Kapitalverwaltungsgesellschaft nimmt zum nächsten Quartalsende, nicht jedoch vor Ablauf eines Monats, anteilig Anteile des Immobilien-Sondervermögens zurück. Das Verhältnis der anteiligen Rücknahme zum Rücknahmeverlangen des Anlegers entspricht dem Verhältnis der Bankguthaben und Erlöse aus den nach § 253 Absatz 1 angelegten Mitteln nach Abzug der nach § 253 Absatz 2 gebundenen Mittel zu den fälligen Rücknahmeverlangen am Quartalsende. Soweit Rücknahmeverlangen nicht vollständig erfüllt wurden, sind diese auf den nächsten Rücknahmetermine vorzutragen.~~

~~(3) Reichen die liquiden Mittel gemäß § 253 Absatz 1 auch 24 Monate nach der Aussetzung der Rücknahme gemäß Absatz 1 Satz 1 nicht aus, hat die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft die Rücknahme der Anteile weiterhin zu verweigern und durch Veräußerung von Vermögensgegenständen des Sondervermögens weitere liquide Mittel zu beschaffen. Der Veräußerungserlös kann abweichend von § 260 Absatz 1 Satz 1 den dort genannten Wert um bis zu 20 Prozent unterschreiten. 36 Monate nach der Aussetzung der Rücknahme gemäß Absatz 1 Satz 1 kann jeder Anleger verlangen, dass ihm gegen Rückgabe des Anteils sein Anteil am Sondervermögen aus diesem ausgezahlt wird.~~

~~(4) Reichen auch 36 Monate nach der Aussetzung Verweigerung der Rücknahme gemäß Absatz 1 die Bankguthaben und die liquiden Mittel nach § 253 Absatz 1 weiterhin nicht aus, so hat die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft das Immobilien-Sondervermögen innerhalb von fünf Jahren aufzulösen. Danach erlischt das Recht zur Verwaltung. erlischt das Recht der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft, dieses Immobilien-Sondervermögen zu verwalten.; dies gilt auch, wenn eine AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft zum dritten Mal binnen fünf Jahren die Rücknahme von Anteilen aussetzt.~~ Ein erneuter Fristlauf nach den Absätzen 1 bis 3-2 kommt nicht in Betracht, wenn die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft die Anteilrücknahme nur zu einem Rücknahmetermine wieder auf-

genommen hatte, aber zum darauf folgenden Rücknahmetermin die Anteilrücknahme erneut unter Berufung auf Absatz 1 ~~Satz 1~~ verweigert.“

§ 257 KAGB-E sieht vor, dass die Kapitalverwaltungsgesellschaft über einen Zeitraum von maximal 36 Monaten die Rücknahme aussetzen darf, bis alle Rücknahmeverlangen vollständig bedient werden können. Während der Aussetzung der Rücknahme kann sich die Kapitalverwaltungsgesellschaft keine Liquidität durch Ausgabe neuer Anteile verschaffen (§ 98 Absatz 2 Satz 2 KAGB-E). Sachgerecht erscheint demgegenüber ein Aussetzungsverfahren, bei dem eine anteilige, vierteljährliche Erfüllung der Rücknahmeverlangen möglich ist. Durch die Möglichkeit einer anteiligen Rückgabe an den jeweiligen Rücknahmestichtagen bleibt eine Ausgabe von Anteilen trotz Liquiditätsengpass weiter zulässig. Dies ermöglicht dem Sondervermögen eine kontinuierliche Liquiditätsverschaffung entsprechend dem Verkaufsfortschritt und erleichtert so die Rückkehr in den Normalbetrieb. Sofern nach 36 Monaten nicht alle Rücknahmeverlangen ausgezahlt sind, hat die Kapitalverwaltungsgesellschaft fünf Jahre Zeit, um das Sondervermögen abzuwickeln. Bei Immobilien-Sondervermögen erscheint es sachgerecht, den Abverkauf der Immobilien zunächst bei der Kapitalverwaltungsgesellschaft zu belassen. Diese verfügt im Gegensatz zur Verwahrstelle über das notwendige Immobilien-Know-How und die erforderlichen Ressourcen, um möglichst optimale Erlöse aus den Immobilienverkäufen zu erzielen. Nach Ablauf des 5-Jahreszeitraums erlischt das Verwaltungsrecht der Kapitalverwaltungsgesellschaft. Weitergehender Reformbedarf besteht in Bezug auf die gegenwärtigen Regelungen für die Abwicklung von Immobilien-Sondervermögen durch die Verwahrstelle zumindest in den Fällen, in denen sich noch Immobilien im Bestand befinden.

#### **Zu § 260 Absatz 1 Nummer 2 KAGB-E (Veräußerung und Belastung von Vermögensgegenständen)**

§ 260 Absatz 1 Nummer 2 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

„die Gegenleistung den vom ~~externen-Bewerter~~ **Sachverständigenausschuss** im Sinne des § 250 **Absatz 1** Nummer 1 ermittelten Wert nicht oder nicht wesentlich unterschreitet.“

Es handelt sich um eine redaktionelle Folgeänderung zu unserem Änderungsvorschlag zu § 250 KAGB-E.

#### **Zu § 260 Absatz 2 KAGB-E (Veräußerung und Belastung von Vermögensgegenständen)**

§ 260 Absatz 2 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

„Von der Bewertung durch den ~~externen-Bewerter~~ **Sachverständigenausschuss** im Sinne des § 250 **Absatz 1** Nummer 1 kann abgesehen werden, wenn

1. Teile des Immobilienvermögens auf behördliches Verlangen zu öffentlichen Zwecken veräußert werden,
2. Teile des Immobilienvermögens im Umlegungsverfahren getauscht oder, um ein Umlegungsverfahren abzuwenden, gegen andere Immobilien getauscht werden oder
3. wenn zur Abrundung eigenen Grundbesitzes Immobilien hinzuerworben werden und die hierfür zu entrichtende Gegenleistung die Gegenleistung, die für eine gleich große Fläche einer eigenen Immobilie erbracht wurde, um höchstens 5 Prozent überschreitet.“

Es handelt sich um eine redaktionelle Folgeänderung zu unserem Änderungsvorschlag zu § 250 KAGB-E.

## VIII. Geschlossene inländische Publikums-AIF

### Zu § 261 Absatz 1 KAGB-E (Zulässige Vermögensgegenstände, Anlagegrenzen)

§ 261 Absatz 1 KAGB-E ist eine neue Nummer 8 anzufügen:

**„8. Darlehen, die der Finanzierung von Sachwerten i.S.d. Satz 1 Nr. 1 dienen“.**

Die Norm regelt den Katalog der zulässigen Vermögensgegenstände beim geschlossenen Publikums-AIF. Der Katalog ist zu erweitern um Darlehen, die der Finanzierung von Sachwerten dienen. Denn sachwertbezogene Investitionen sollten bei geschlossenen Publikums-AIF nicht auf Equity-Strukturen beschränkt sein, sondern auch andere Finanzierungsformen auf der Investitionsebene erlauben. Risikogesichtspunkte stehen dem nicht entgegen, da bspw. mit Sicherheiten unterlegte Darlehen im Zweifel besseren Ausfallschutz bieten als reine Investitionen in Eigenkapital.

### Zu § 261 Absatz 2 KAGB-E (Zulässige Vermögensgegenstände, Anlagegrenzen)

§ 261 Absatz 2 KAGB-E ist wie folgt zu formulieren:

- (2) Sachwerte im Sinne von Absatz 1 Nummer 1 sind insbesondere
1. Immobilien, einschließlich Wald-, Forst und Agrarland **sowie Netzwerke aus der Verkehrs- und Telekommunikationswirtschaft,**
  2. Schiffe, Schiffsaufbauten und Schiffsbestand- und -ersatzteile,
  3. Luftfahrzeuge, Luftfahrzeugbestand- und -ersatzteile,
  4. Anlagen zur Erzeugung, Transport und Speicherung von Strom, Gas oder Wärme aus **fossilen und erneuerbaren Energien sowie zur Wasser- und Abwasserbehandlung,**
  5. Schienenfahrzeuge, Schienenfahrzeugbestand- und -ersatzteile,
  6. Fahrzeuge, ~~die im Rahmen der Elektromobilität genutzt werden,~~
  7. Container,
  8. für Vermögensgegenstände im Sinne von Nummer 2 bis 6 genutzte Infrastruktur.

§ 261 Absatz 2 KAGB-E regelt die für geschlossene Publikums-AIF zulässigen Vermögensgegenstände. Die Aufzählung in Absatz 2 greift beispielhaft Sachwerte heraus. Dabei ist unklar, auf welcher Basis diese Auswahl getroffen ist. So fehlen etwa Netzwerke für Verkehr und Telekommunikationswirtschaft. Dies sind Straßen- und Schienennetze mitsamt den dazugehörigen Tunnel-, Brücken- und Kontrolleinrichtungen (Signalanlagen, Betriebs- und Instandhaltungseinrichtungen), Häfen und Flughäfen sowie alle dazugehörigen Betriebsanlagen für den See- und Luftverkehr. Weiterhin sind Anlagen zur Wasser- und Abwasserbehandlung nicht aufgezählt. Diese eignen sich für geschlossene inländische Publikums-AIF, da hieraus eigenständig Erlöse generiert werden können. Die Regelung sollte daher entsprechend ergänzt bzw. geändert werden.

## Zu § 262 KAGB-E (Risikomischung)

§ 262 Absatz 2 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

- „(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, ~~oder~~
    - c) **bei Empfehlung durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen die Voraussetzungen von § 31 Absatz 4a WpHG und bei Empfehlung durch einen Finanzanlagenvermittler die Voraussetzungen von § 16 Absatz 1 FinVermV vorliegen.**

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

In der Praxis werden geschlossene Fonds überwiegend über Dritte vertrieben (Banken oder freie Vermittler). Diese unterliegen ihren eigenen Pflichten zur Prüfung der Angemessenheit der Finanzanlage. Vertreiben solche Dritte Fonds ohne Einhaltung des Grundsatzes der Risikomischung, so sollte die Prüfung der Kapitalverwaltungsgesellschaft hinsichtlich der Erfahrungen und Kenntnisse des Anlegers durch die den Dritten nach den Anforderungen des WpHG, FinVermV bzw. MiFID-Vorschriften obliegenden Prüfungen ersetzt werden können. Der Kapitalverwaltungsgesellschaft ist es mangels Kontakt zum Anleger gar nicht möglich, bei diesen Vertriebswegen die Prüfung durchzuführen. Zudem würde die Angemessenheit der Finanzanlage für den Anleger zweifach geprüft. Einer solchen doppelten Prüfung bedarf es nicht.

## Zu § 267 Absatz 3 Satz 1 KAGB-E (Änderung der Anlagebedingungen)

§ 267 Absatz 3 Satz 1 ist wie folgt zu fassen:

„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 bedarf der Zustimmung einer qualifizierten Mehrheit von Anlegern, die mindestens 75 Prozent der abgegebenen Stimmen des Zeichnungskapitals auf sich vereinigen, möglich.~~

Nach § 267 Absatz 3 Satz 1 KAGB-E soll eine wesentliche Änderung der Anlagebedingungen nur mit Zustimmung einer qualifizierten Mehrheit aller Anleger möglich sein. Für die qualifizierte Mehrheit sollte jedoch auf die Zahl der abgegebenen Stimmen oder das bei Beschlussfassung vertretene Kapital abgestellt werden. Das Erfordernis einer qualifizierten Mehrheit bezogen auf das gesamte Zeichnungskapital kann in der Praxis eine Änderung der Anlagebedingungen faktisch verhindern, weil ein Teil der Anleger die Möglichkeit zur Abstimmungen gar nicht nutzen will. Dies kann auch zu Lasten der abstimmenden Anleger wirken. Aus diesem Grund sind bei Publikumsgesellschaften für wichtige Entscheidungen regelmäßig die abgegebenen Stimmen oder das bei der Beschlussfassung vertretene Kapital maßgeblich. Sachgerecht ist es, die Anleger über eine Änderung der Anlagebedingungen entscheiden zu lassen, die an einer Entscheidung interessiert sind. Damit wird dem Wunsch nach der besonderen Situation der Anleger Rechnung getragen, ohne dass die Änderung der Anlagebedingungen – auf Wunsch der Mehrheit der interessierten Anleger – verhindert wird.

## IX. Inländische Spezial-AIF

### Zu § 273 Satz 2 KAGB-E (Anlagebedingungen)

§ 273 Satz 2 KAGB-E ist zu streichen.

Die Regelung sieht vor, dass Anlagebedingungen von inländischen Spezial-AIF sowie deren wesentliche Änderungen der BaFin vorgelegt werden müssen. Ausweislich der Gesetzesbegründung dient die Vorschrift der Umsetzung von Artikel 7 Absatz 3 c) der AIFM-Richtlinie. Dieser bezieht sich jedoch auf die Zulassung der Kapitalverwaltungsgesellschaft, ist also bereits von der Regelung im § 22 Absatz 1 Nr. 12 KAGB-E erfasst. Die Norm kann aber auch nicht den Fall erfassen, dass sich der Umfang der Erlaubnis ändert, denn dies ist schon durch § 34 KAGB-E geregelt. Zudem sieht die AIFM-Richtlinie bei der Änderung des Umfangs der Erlaubnis lediglich eine Mitteilung an die Aufsichtsbehörde vor (Art. 10 Absatz 1 AIFM-Richtlinie). Letztlich besteht auch kein Bedarf für die separate Vorlage der Anlagebedingungen beim Spezial-AIF, da diese ohnehin im Rahmen der Vertriebsanzeige mit eingereicht werden müssen. Als Folgeänderung sind die Verweise in § 96 Absatz 2 Satz 4, § 117 Abs. 5 Satz 4 und § 132 Abs. 2 Satz 2 zu streichen.

### Zu § 283 Absatz 1 Satz 1 Nr. 1 KAGB-E (Heddefonds-Definition)

§ 283 Absatz 1 Satz 1 Nr. 1 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

„(1) Heddefonds sind allgemeine offene inländische Spezial-AIF nach § 282, deren Anlagebedingungen zusätzlich mindestens eine der folgenden Bedingungen vorsehen:

1. den **grundsätzlich unbeschränkten** Einsatz von Leverage ~~in beträchtlichem Umfang~~ oder
2. ...“

Nach der bisherigen Regelung gilt als Heddefonds jeder offener inländischer Spezial-AIF, der Leverage in beträchtlichem Umfang einsetzt. Nach Art. 111 der AIFM-Verordnung (Level II) wird dies vermutet, wenn das Engagement eines AIF seinen Nettoinventarwert dreifach übersteigt.

Diese Heddefondsdefinition ist zu weitgehend. Es sollte vielmehr auf die „grundsätzlich unbeschränkte Möglichkeit von Leverage-Strategien“ abgestellt werden. Anderenfalls würden unter Umständen auch Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen Heddefonds sein, die im Rahmen des gesetzlich zulässigen Anlagekatalogs zeitgleich verschiedene Leverage-Strategien einsetzen (z. B. Absicherungsgeschäfte über Derivate, Kreditaufnahmen, Wertpapierleihgeschäfte) und damit den Hebel von 3 überschreiten.

Hilfsweise sollte klargestellt werden, dass Spezial-AIF mit besonderen Anlagebedingungen im Sinne von § 284 KAGB-E keine Heddefonds sind.

## Zu § 284 Absatz 2 KAGB-E (Anlagebedingungen, Anlagegrenzen)

§ 284 Absatz 2 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

- „(2) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft kann bei offenen inländische Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen von den §§ 192 bis 211, 218 bis 224 und 230 bis 260 abweichen, wenn
1. die Anleger zustimmen,
  2. für den entsprechenden Spezial-AIF nur die folgenden Vermögensgegenstände erworben werden:
    - a) Wertpapiere,
    - b) Geldmarktinstrumente,
    - c) Derivate,
    - d) Bankguthaben,
    - e) Immobilien,
    - f) Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften,
    - g) Anteile oder Aktien an inländischen **offenen** Investmentvermögen sowie an entsprechenden **offenen** EU- oder ausländischen Investmentvermögen,
    - h) Beteiligungen an ÖPP-Projektgesellschaften, **auch schon vor Beginn der Betreiberphase, wenn der Verkehrswert dieser Beteiligungen ermittelt werden kann,**
    - i) Edelmetalle, unverbriefte Darlehensforderungen und Unternehmensbeteiligungen, wenn der Verkehrswert dieser Beteiligungen ermittelt werden kann, (...).“

Die vorgeschlagenen Anpassungen sind notwendig, um den vom Gesetzgeber gewollten Gleichklang der Investitionsmöglichkeiten von Spezialfonds mit dem bisherigen § 91 Absatz 3 InvG herzustellen.

§ 284 Absatz 2 Nr. 3 g KAGB-E sieht eine Beschränkung bei der Anlage in Anteile oder Aktien an inländischen **offenen** Investmentvermögen sowie an entsprechenden **offenen** EU- oder ausländischen Investmentvermögen vor. Unter dem Investmentgesetz aufgelegte Spezialfonds dürfen dagegen in Anteile an geschlossenen Fonds investieren, sofern diese unter die Beteiligungen im Sinne des § 91 Absatz 3 Nr. 4 InvG fallen. Bei entsprechender Ausgestaltung der Anlagebedingungen sollte es Spezial-AIF daher auch künftig möglich sein, für Rechnung des Spezial-AIF in derartige Investmentvermögen zu investieren.

Im bisherigen § 91 Absatz 3 Nr. 2 Halbsatz 2 InvG wird ausdrücklich klargestellt, dass für Spezialfonds Beteiligungen an ÖPP-Gesellschaften auch schon vor Beginn der Betreiberphase erworben werden können. Dies sollte weiterhin möglich sein. Daher sollte die vorgeschlagene Klarstellung eingefügt werden. Außerdem ist die Wendung „ wenn der Verkehrswert dieser Beteiligungen ermittelt werden kann“ zu streichen, weil sie überflüssig ist. § 282 Absatz 2 Satz 1 KAGB-E regelt bereits allgemein, dass die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft für den Spezial-AIF generell nur in solche Vermögensgegenstände investieren darf.

## Zu § 284 Absatz 3 KAGB-E (Anlagebedingungen, Anlagegrenzen)

§ 284 Absatz 3 ist wie folgt zu fassen:

„Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft darf für einen offenen inländischen Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen in Beteiligungen an Unternehmen, die nicht zum Handel an einer Börse zugelassen oder in einen organisierten Markt einbezogen sind, nur bis zu 20 Prozent des Wertes des offenen inländischen Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen anlegen. ~~§§ 287 bis 292 gelten~~ ~~282 Absatz 3 gilt~~ entsprechend.“

Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen sollten wie bisher eine 100 prozentige Beteiligung an nicht börsennotierten Unternehmen halten dürfen (z. B. Anlagen in erneuerbare Energien und Infrastruktur, die nicht als Immobiliengesellschaften qualifizieren). Es ist kein Grund ersichtlich, von den bisherigen

Regelungen abzuweichen. Mit der Beteiligung an derartigen Projekten kann über Spezial-AIF wertvolles Kapital etwa zum Um- und Ausbau der Energieinfrastruktur für Erneuerbare Energien zur Verfügung gestellt werden. Es besteht auch kein Bedürfnis, den Erwerb der Kontrolle an solchen Beteiligungen nur geschlossenen Fonds zu ermöglichen und für offene Fonds den Kontrollerwerb auszuschließen.

Einige Spezialfonds halten derzeit 100 Prozent-Beteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen. Wird an den Beschränkungen der Entwurfsfassung festgehalten, sollte zumindest eine Übergangsregelung analog § 394 KAGB-E vorgesehen werden, nach der solche Beteiligungen weiter im Fonds gehalten werden können, sofern diese Beteiligungen vor dem Inkrafttreten des KAGB erworben wurden.

## X. Vertrieb

### Zu § 293 Absatz 1 Satz 1 KAGB-E (Definition Vertrieb)

§ 293 Absatz 1 Satz 1 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

„Vertrieb ist das direkte oder indirekte Anbieten oder Platzieren von Anteilen oder Aktien eines Investmentvermögens oder das **öffentliche** Werben für Investmentvermögen.“

Die im Entwurf vorgesehene Definition des „Vertriebs“ verstößt gegen das Ziel einer 1:1-Umsetzung und ist an Art. 4 Absatz 1x) der AIFM-Richtlinie anzupassen. Gemäß der Definition in Art. 4 Absatz 1x) AIFM-Richtlinie ist Vertrieb nur das unmittelbar auf Anteile/Aktien bezogene Angebot gegenüber Investoren. Der Vertriebsbegriff der AIFM-Richtlinie erfasst daher nicht die Werbung für Investmentvermögen. Für eine solche Erweiterung des Begriffs besteht auch kein Bedarf. Denn der ohnehin weite Begriff des Vertriebs umfasst bereits die Situationen, in denen insbesondere der Privatanleger schützenswert ist: das Angebot eines bestimmten Fonds im Rahmen der Anlageberatung bzw. -vermittlung oder das Verkaufen des Fonds auf Nachfrage des Privatanlegers.

Soweit der Gesetzgeber zwingend das Bedürfnis sieht, das Element der Werbung aus der bisherigen Definition des Vertriebs in § 2 Absatz 11 InvG zu übernehmen, sollte dies jedoch nicht über die AIFM-Richtlinie **und** über die bisherige Definition des Vertriebs im Investmentgesetz hinausgehen. Die Definition sollte dann zumindest auf öffentliche Werbung beschränkt sein und nicht jede Werbung für Investmentvermögen allgemein erfassen.

### Zu § 297 Absatz 8 KAGB-E (Verkaufsunterlagen und Hinweispflichten)

§ 297 Absatz 8 KAGB-E ist wie folgt um einen zweiten Satz zu ergänzen:

„Soweit sie Informationspflichten gegenüber dem am Erwerb eines Anteils oder einer Aktie Interessierten betreffen, finden Absatz 1, Absatz 2 Satz 1 und 2, Absatz 4, Absatz 6 Satz 1 und Absatz 7 keine Anwendung auf den Erwerb von Anteilen oder Aktien im Rahmen einer Finanzportfolioverwaltung im Sinne des § 1 Absatz 1a Nummer 3 des Kreditwesengesetzes, oder des § 20 Absatz 2 Nummer 1 oder Absatz 3 Nummer 1. **Ebenso wenig finden diese Informationspflichten Anwendung auf den Erwerb von Anteilen oder Aktien im Rahmen eines Altersvorsorgevertrages gemäß § 1 Absatz 1 des Altersvorsorge-**



**verträge-Zertifizierungsgesetzes oder eines Vertrages zum Aufbau einer eigenen kapitalgedeckten Altersversorgung im Sinne des § 10 Absatz 1 Nr. 2 Buchstabe b des Einkommensteuergesetzes.“**

Die Regelung betrifft die Informationspflichten im Rahmen einer Finanzportfolioverwaltung. Hier möchte der Kunde keine Entscheidung über die einzelnen Anlagen treffen und muss daher nicht informiert werden. Dies gilt jedoch auch für Altersvorsorgeverträge oder Verträge zum Aufbau einer eigenen kapitalgedeckten Altersversorgung. Der Finanzportfolioverwaltung vergleichbar, hat sich der Anleger hier für ein Produkt entschieden, bei dem er keine eigene Anlageentscheidung über die zugrunde liegenden Investitionen trifft. Überdies existieren für diese Produkte eigene Informationspflichten nach dem Altersvorsorgezertifizierungsgesetz. Daher sind auch bei diesen Verträgen die Informationspflichten entbehrlich.

**Zu § 300 Absatz 4 KAGB-E (zusätzliche Informationspflichten bei AIF)**

§ 300 Absatz 4 KAGB-E ist wie folgt anzupassen:

„Die AIF-Verwaltungsgesellschaft informiert die Anleger zusätzlich unverzüglich ~~mittels dauerhaften Datenträgers entsprechend § 167 und durch Veröffentlichung in einem weiteren im Verkaufsprospekt zu benennenden Informationsmedium durch die im Verkaufsprospekt benannten Informationsmedien~~ über alle Änderungen, die sich in Bezug auf die Haftung der Verwahrstelle ergeben.“

Die Regelung sieht vor, dass die Anleger in Publikums-AIF über alle Änderungen, die sich in Bezug auf die Haftung der Verwahrstelle ergeben, mittels eines dauerhaften Datenträgers informiert werden müssen. Sie soll der Umsetzung von Art. 23 Absatz 2 Satz 2 AIFM-Richtlinie dienen, geht aber über diese hinaus, da sie auch gegenüber Privatanlegern gilt und zudem die Information durch einen dauerhaften Datenträger vorsieht. Diese verursacht hohe Kosten und verstößt gegen das gesetzte Ziel der 1:1-Umsetzung.

**Zu § 301 KAGB-E (Sonstige Veröffentlichungspflichten)**

§ 301 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

"Auf der Internetseite der Kapitalverwaltungsgesellschaft, der EU-Verwaltungsgesellschaft oder der ausländischen AIF-Verwaltungsgesellschaft ist jeweils eine geltende Fassung der wesentlichen Anlegerinformationen zu veröffentlichen ~~und auf eine bestehende Vereinbarung hinzuweisen, die die Verwahrstelle getroffen hat, um sich vertraglich von der Haftung gemäß § 77 Absatz 4 oder 88 Absatz 4 freizustellen.~~"

Nach der bestehenden Regelung ist die Verwaltungsgesellschaft verpflichtet, auf ihrer Internetseite auf Vereinbarungen mit der Verwahrstelle zur Haftungsfreistellung hinzuweisen. Diese Regelung ist zu streichen. Es besteht schon eine Pflicht, die Information im Verkaufsprospekt zu veröffentlichen (vgl. § 165 Absatz 2 Nr. 37 KAGB-E). Eine doppelte Information des Anlegers ist entbehrlich.

**Zu § 306 Absatz 5 KAGB-E (Prospekthaftung und Haftung für die wesentliche Anlegerinformation)**

In § 306 Absatz 5 KAGB-E ist ein neuer Satz 2 KAGB-E aufzunehmen. Der bisherige § 306 Absatz 5 Satz 2 wird Satz 3:

„(5) Eine Vereinbarung, durch die der Anspruch nach Absatz 1, 2 oder 4 im Voraus ermäßigt oder erlassen wird, ist unwirksam. **Andere Ansprüche, die auf Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit des Prospekts beruhen, sind ausgeschlossen.** Weiter gehende Ansprüche, die sich aus den Vorschriften des bürgerlichen Rechts auf Grund von Verträgen oder unerlaubten Handlungen ergeben können, bleiben unberührt.“

Die neu eingefügte Regelung dient der Klarstellung. Die Prospekthaftung nach § 306 KAGB-E, die gemäß § 307 Absatz 3 KAGB-E auch für die speziellen Informationspflichten gelten soll, sollte für den dort geregelten Fall abschließend sein. Denn anderenfalls würden die dort vorgesehenen Regelungen etwa zur Haftungsbefreiung nach § 306 Absatz 3 KAGB-E faktisch ins Leere laufen. Ein solches Verständnis entspricht im Übrigen auch dem Verständnis bei anderen kapitalmarktrechtlichen Prospekthaftungsnormen. Dies stellt die eingefügte Norm klar.

### **Zu § 307 Absatz 4 (neu) KAGB-E (Informationspflichten gegenüber professionellen Anlegern und Haftung)**

In § 307 KAGB-E ist hinter Absatz 3 ein neuer Absatz 4 einzufügen. Der bisherige Absatz 4 wird dann Absatz 5:

„(4) **Der Pflicht, die Informationen nach den Absätzen 1 und 2 zur Verfügung zu stellen, kann auch durch zur Verfügung Stellung eines Verkaufsprospekts entsprochen werden, der den Anforderungen des § 161 genügt.**“

§ 307 KAGB-E regelt die Informationspflichten gegenüber dem professionellen Anleger. Hierbei setzt er Art. 23 der AIFM-Richtlinie um. Die genannten Informationen sind jedoch auch im Verkaufsprospekt enthalten. Der Kapitalverwaltungsgesellschaft muss es möglich sein, einen bereits vorhandenen Verkaufsprospekt auch zur Erfüllung der zusätzlichen Informationspflichten gegenüber professionellen Anlegern nach § 307 KAGB-E zu nutzen.

### **Zu § 316 Absatz 2 und 3 KAGB-E (Anzeigepflicht einer AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft beim beabsichtigten Vertrieb von inländischen Publikums-AIF im Inland)**

§ 316 Absatz 2 Satz 1 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

„(2) Die Bundesanstalt prüft, ob die gemäß Absatz 1 übermittelten Angaben und Unterlagen vollständig sind. Fehlende Angaben und Unterlagen fordert die Bundesanstalt innerhalb einer Frist von 20 Arbeitstagen nach ~~dem Tag, an dem sämtliche der folgenden Voraussetzungen vorliegen, als Ergänzungs-~~  
**an-**

- ~~1. Eingang der Anzeige,~~
- 2. Genehmigung der Anlagebedingungen und**
- 3. Genehmigung der Verwahrstelle an.**

§ 316 Absatz 3 Satz 1 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

(3) Innerhalb von 20 Arbeitstagen nach Eingang der vollständigen Anzeigeunterlagen nach Absatz 1 ~~so-~~  
~~wie der Genehmigung der Anlagebedingungen und der Verwahrstelle~~ teilt die Bundesanstalt der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft mit, ob sie mit dem Vertrieb des im Anzeigeschreiben nach Absatz 1 genannten AIF im Geltungsbereich dieses Gesetzes beginnen kann.“

§ 316 KAGB-E regelt das Anzeigeverfahren für Publikums-AIF. Die Anzeige des Vertriebs sollte gleichzeitig mit dem Antrag auf Genehmigung der Anlagebedingungen eingereicht werden können.

Publikums-AIFs müssen für den Inlandsvertrieb künftig zusätzlich eine Vertriebsanzeige nach § 316 KAGB-E abgeben. Daneben sieht aber das nationale Recht noch vor, dass die Anlagebedingungen genehmigt werden müssen (§ 163 Absatz 1 bzw. § 267 Absatz 1 KAGB-E). Die Vertriebsanzeige ist nach der AIFM-Richtlinie gefordert, die Genehmigung der Vertragsbedingungen jedoch nicht. Wäre es der Kapitalverwaltungsgesellschaft nicht möglich, den Antrag auf Genehmigung und Anzeige zeitgleich einzureichen, würde sich die Frist, bis die Kapitalverwaltungsgesellschaft einen Publikumsfonds vertreiben kann, auf 48 Arbeitstage verlängern. **Dies ist nicht vertretbar und stellt einen erheblichen Wettbewerbsnachteil gegenüber andern Jurisdiktionen dar**, in denen lediglich eine Vertriebsanzeige erforderlich ist, für die die Frist der AIFM-Richtlinie. Die Frist zur Prüfung der Anlagebedingungen und der Anzeige muss zeitgleich ausgelöst werden können.

### **Zu §§ 317 bis 320 KAGB-E (grenzüberschreitender Vertrieb an Privatanleger)**

**Die §§ 317 bis 320 KAGB-E sind so anzupassen, dass für AIF und seine Verwaltungsgesellschaft kein gemeinsamer Sitz erforderlich ist.**

Die Vorschriften für den Vertrieb von Publikumsfonds sehen nicht vor, dass Verwaltungsgesellschaften Fonds vertreiben dürfen, die grenzüberschreitend aufgelegt sind. Die Vorgabe, dass Verwaltungsgesellschaft und Fonds im selben Staat ihren Sitz haben müssen, ergibt sich jedoch weder aus der AIFM-Richtlinie noch aus dem Investmentgesetz. Sie bedeutet einen wesentlichen Eingriff in den heutigen Markt und stellt zudem einen Wettbewerbsnachteil für Deutschland dar. Für die Anforderung besteht zudem kein Bedarf. AIFM dürfen nach der Richtlinie AIF grenzüberschreitend auflegen (Art. 33 AIFM-Richtlinie), unabhängig davon, ob diese Spezial- oder Publikums-AIF sind bzw. für welche Anleger die AIF aufgelegt werden. Die fehlende Harmonisierung auf Produktebene stellt keine hinreichende Begründung für diese Anforderung dar. Denn das KAGB kann die Anforderungen an AIF und Verwaltungsgesellschaft unabhängig vom Sitz der Verwaltungsgesellschaft und des AIF gestalten. Soweit beide Staaten die aus Sicht des Gesetzgebers notwendigen Anforderungen erfüllen und mit der BaFin befriedigend zusammen arbeiten, besteht kein Bedürfnis dafür, dass AIF und Verwaltungsgesellschaft im selben Staat sitzen.

Die Vorschriften sind daher insgesamt so anzupassen, dass die Anforderung an einen Sitz von Verwaltungsgesellschaft und AIF im selben Staat entfällt. So muss es der Kapitalverwaltungsgesellschaft erlaubt sein, EU-AIFs und ausländische AIFs in Deutschland zu vertreiben und den EU-Verwaltungsgesellschaften und ausländischen Verwaltungsgesellschaften erlaubt sein, Fonds zu vertreiben, die in einem anderen Staat aufgelegt sind, als die Verwaltungsgesellschaften ihren Sitz haben.

### **Zu § 320 Absatz 2 und Absatz 3 KAGB-E (Anzeigepflicht beim beabsichtigten Vertrieb von EU-AIF und ausländischen AIF an Privatanleger im Inland)**

§ 320 Absatz 2 KAGB-E ist wie folgt zu formulieren:

„(2) § 316 Absatz 2 und 3 ist mit der Maßgabe entsprechend anzuwenden, dass es statt „AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft“ „EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft oder ausländische AIF-Verwaltungsgesellschaft“ heißen muss ~~und dass die in § 316 Absatz 3 Satz 1 genannte Frist bei der Anzeige~~

~~1. einer EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft oder ab dem Zeitpunkt, auf den in § 295 Absatz 2 Nummer 1 verwiesen wird, einer ausländischen AIF-Verwaltungsgesellschaft drei Monate, 2. einer ausländischen AIF-Verwaltungsgesellschaft vor dem Zeitpunkt, auf den in § 295 Absatz 2 Nummer 1 verwiesen wird, sechs Monate beträgt.“~~

§ 320 Absatz 3 Satz 2 KAGB-E ist wie folgt zu formulieren:

„In diesem Fall müssen die in § 22 Absatz 1 Nummer 1 bis 9 genannten Angaben nicht eingereicht werden ~~und die in Absatz 2 Buchstabe b genannte Frist beträgt drei Monate.~~“

Die Vorschriften regeln die Frist, innerhalb derer die Bundesanstalt nach Eingang der vollständigen Anzeigeunterlagen mitzuteilen hat, ob die Verwaltungsgesellschaft einen EU-AIF oder ausländischen AIF an Privatanleger im Inland vertreiben darf. Die AIFM-Richtlinie sieht für den grenzüberschreitenden Vertrieb von EU-AIF an professionelle Anleger eine Frist von 20 Arbeitstagen vor (Art. 32 Absatz 3 Satz 1). Die deutlich längere Frist im Diskussionsentwurf wird mit dem Hinweis auf den deutlich höheren Prüfungsaufwand gegenüber der Anzeigepflicht einer Kapitalverwaltungsgesellschaft von Publikums-AIF im Inland begründet. Dies können wir nicht nachvollziehen. Denn die Frist sollte in keinem Fall länger sein, als die in Art. 32 Absatz 3 Satz 1 der AIFM-Richtlinie vorgesehene Frist. Da der Prüfungsumfang dem beim grenzüberschreitenden Vertrieb von AIF an professionelle Anleger vergleichbar ist, ist die Frist von sechs respektive drei Monaten nicht gerechtfertigt. Die längere Frist geht über die Anforderungen der AIFM-Richtlinie hinaus und verstößt gegen das gesetzte Ziel der 1:1 Umsetzung.

## XI. Übergangsvorschriften

### **Zu § 343 Absatz 3 KAGB-E (Übergangsvorschriften für AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften – Warnhinweis im KID)**

In § 343 Absatz 3 KAGB-E ist nach Satz 4 folgender Satz 5 einzufügen:

„**Satz 3 und 4 finden keine Anwendung für AIF, die von einer AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften im Sinne des § 345 Absatz 1 Satz 1 aufgelegt werden.**“

Die Vorschrift regelt, dass in die wesentlichen Anlegerinformationen und den Verkaufsprospekt für die neuer Fonds ein Warnhinweis auf die fehlende Erlaubnis der Kapitalverwaltungsgesellschaft aufzunehmen ist. Dies ist nachvollziehbar für Kapitalverwaltungsgesellschaften, die zuvor nicht reguliert waren. Eine heutige Kapitalanlagegesellschaft verfügt jedoch bereits über eine Erlaubnis nach Investmentgesetz. Ein entsprechender Warnhinweis würde bei den Anlegern zu erheblichen Irritationen führen. Daher ist es sachgerecht, diesen Warnhinweis nicht für AIF vorzusehen, die von bereits heute regulierten Kapitalanlagegesellschaften aufgelegt werden.

### **Zu § 345 Absatz 1 Satz 4 KAGB-E (Übergangsvorschrift für AIF)**

In § 345 Absatz 1 Satz 4 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

„Für die Genehmigung der Anlagebedingungen gilt nur § 163 Absatz 2 Satz 1 **bis 5bis-4**, 7 bis 11 und Absatz 4 Satz 1, 6 und 7 mit der Maßgabe, dass die in § 163 Absatz 2 Satz 1 genannte Frist zwei Monate ab Einreichung des Antrags auf Genehmigung der Anlagebedingungen beträgt.“

Die Vorschrift sieht vor, dass die Anlagebedingungen innerhalb von zwei Monaten zu genehmigen sind. Die Genehmigungsfiktion, die für Anlagebedingungen neuer Fonds existiert, gilt nicht für beste-

hende, bereits einmal genehmigt Fonds. Dies ist zu ändern. Die Anlagebedingungen bereits genehmigter, am Markt bestehender Fonds hat die BaFin bereits geprüft. Diese werden an die Anforderungen des KAGB-E angepasst auf Basis von Mustern, die der BVI mit der BaFin abstimmt. Die Frist für die Genehmigung dieser Anlagebedingungen verlängert das Gesetz bereits von vier Wochen auf zwei Monate. Dies ist ein ausreichender Zeitraum um bereits bekannte, auf Mustern basierende Anlagebedingungen zu genehmigen. Die Genehmigungsfiktion muss daher auch auf umzustellende Fonds anzuwenden sein.

### **Zu § 345 Absatz 1 Satz 6 KAGB-E (Übergangsvorschrift für offene AIF und AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft, die bereits nach InvG reguliert waren)**

#### **§ 345 Absatz 1 Satz 6 KAGB-E ist zu streichen.**

Die Regelung betrifft die Einreichung der Anlagebedingungen von Publikums-AIF durch die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft, die bereits nach dem Investmentgesetz reguliert war. Der Antrag der Kapitalverwaltungsgesellschaft auf Erlaubnis gilt bereits als vollständig, ohne dass die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft die Anlagebedingungen eingereicht hat (§ 22 Absatz 3 i.V.m. Absatz 1 Nr. 12 KAGB-E). Dies entspricht den Vorgaben der AIFM-Richtlinie (Art. 8 Absatz 5). Dem widerspricht die Übergangsregelung, wonach für die bestehenden Publikums-AIF der Antrag auf Genehmigung der Anlagebedingungen nicht nach dem Erlaubnisantrag eingereicht werden darf (§ 345 Absatz 1 S. 6). Die Anforderung geht daher über die AIFM-Richtlinie hinaus und widerspricht der 1:1-Umsetzung. In der Praxis wird dies dazu führen, dass AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften ihre Erlaubnis nach dem KAGB-E nicht zeitnah beantragen können, da die Umstellung der Anlagebedingungen einige Zeit in Anspruch nehmen wird.

### **Zu § 345 Absatz 3 KAGB-E (Übergangsvorschrift für offene AIF und AIF-KVG, die bereits nach InvG reguliert waren)**

#### **§ 345 Absatz 3 Satz 1 KAGB-E ist wie folgt zu formulieren:**

Eine AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft, die bei Inkrafttreten dieses Gesetzes

1. über eine Erlaubnis als Kapitalanlagegesellschaft nach § 7 Absatz 1 des Investmentgesetzes in der bis zum 21. Juli 2013 geltenden Fassung oder über eine Erlaubnis als Investmentaktiengesellschaft nach § 97 Absatz 1 des Investmentgesetzes in der bis zum 21. Juli 2013 geltenden Fassung verfügt und
2. inländische offene Spezial-AIF verwaltet, die vor dem 22. Juli 2013 im Sinne des § 343 Absatz 4 aufgelegt wurden,

hat die Anlagebedingungen und gegebenenfalls die Satzung dieser inländischen offenen Spezial-AIF spätestens bis zum 21. Juli 2014 an die Vorschriften dieses Gesetzes anzupassen und **zusammen mit dem Erlaubnisantrag** gemäß § 22 einzureichen.

Die Regelung betrifft die Einreichung der Anlagebedingungen von Spezial-AIF durch die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft, die bereits nach dem Investmentgesetz reguliert war. Der Antrag der Kapitalverwaltungsgesellschaft auf Erlaubnis gilt bereits als vollständig, ohne dass die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft die Anlagebedingungen eingereicht hat (§ 22 Absatz 3 i.V.m. Absatz 1 Nr. 12 KAGB-E). Dies entspricht den Vorgaben der AIFM-Richtlinie (Art. 8 Absatz 5). Nach der Übergangsregelung ist unklar, ob § 22 Absatz 3 KAGB-E weiter Anwendung findet. Hierfür besteht jedoch in der Praxis ein dringender Bedarf, denn die für die Anpassung notwendigen Unterschriften der Spezialfondsanleger können nicht frühzeitig eingeholt werden. Für die Umstellung bedarf es erfahrungsgemäß längerer Verhandlungen. Eine AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft könnte gegebenenfalls ihren

Erlaubnisantrag erst einreichen, wenn sie auch für ihren letzten Spezialfonds die Unterschriften des Anlegers eingeholt hat. Dies würde zu einer sehr späten Einreichung der Erlaubnisanträge führen, was eine effiziente Umstellung auf das KAGB hindern würde.

### **Zu § 345 Absatz 6 Satz 6 (Übergangsvorschriften für AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften – Warnhinweis im KID)**

**In § 345 Absatz 6 Satz 6 KAGB-E ist zu streichen.**

Die Vorschrift regelt, dass in die wesentlichen Anlegerinformationen und den Verkaufsprospekt für die neuer Fonds ein Warnhinweis auf die fehlende Erlaubnis der Kapitalverwaltungsgesellschaft aufzunehmen ist, solange ein eingereichter Erlaubnisantrag noch nicht beschieden ist. Einer solchen Regelung bedarf es nicht. Denn eine heutige Kapitalanlagegesellschaft verfügt bereits über eine Erlaubnis nach Investmentgesetz. Ein entsprechender Warnhinweis würde bei den Anlegern zu erheblichen Irritationen führen. Das Gesetz sieht ausreichende Mechanismen vor, dass die Kapitalverwaltungsgesellschaft ihren Erlaubnisantrag rechtzeitig einreicht, z.B. die Anforderung an die Kapitalverwaltungsgesellschaft bei Auflegung eines neuen AIF eine Erklärung abzugeben, den Erlaubnisantrag rechtzeitig einzureichen (§ 343 Absatz 3 Satz 1 KAGB-E). Der Warnhinweis sollte daher entfallen.

### **Zu § 346 Absatz 1 KAGB-E (Besondere Übergangsvorschriften für Immobilien-Sondervermögen)**

§ 346 Absatz 1 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

- (1) Für ~~Anleger Immobilien-Sondervermögen im Sinne von § 66 des Investmentgesetzes in der bis zum 21. Juli 2013 geltenden Fassung, die am vor dem 22. Juli 2013 Anteile an Immobilien-Sondervermögen in einem Wertpapierdepot auf ihren Namen hinterlegt haben~~ aufgelegt wurden, gelten ~~im Hinblick auf diese Anteile ab Inkrafttreten der Anpassung der Anlagebedingungen an dieses Gesetz~~ nicht die Mindesthaltefrist gemäß § 255 Absatz 3 und die Rückgabefrist für Anteilrückgaben gemäß § 255 Absatz 4, soweit die Anteilrückgaben 30 000 Euro pro Kalenderhalbjahr für einen Anleger nicht übersteigen. ~~Anleger können verlangen, dass die Rücknahme von Anteilen gemäß Satz 1 weiterhin entsprechend der am 21. Juli 2013 geltenden Vertragsbedingungen erfolgt.~~

§ 346 Absatz 1 KAGB-E sieht einen Bestandsschutz für Anleger in vor dem 21. Juli 2013 aufgelegten Immobilien-Sondervermögen („Altfonds“) in Bezug auf ihre Anteile vor. Für Anleger, die nach dem 21. Juli 2013 neue Anteile an Altfonds erwerben, sollen dagegen die Regelungen der §§ 230 ff. KAGB-E mit den eingeschränkten Ausgabe- und Rücknahmemöglichkeiten gemäß § 255 Absatz 2 gelten.

Jede produktverschärfende Regelung muss sich ausschließlich auf neue Fonds beschränken. Ein Bestandsschutz für Altfonds allein auf Ebene des Anlegers, also verschärfte regulatorische Regelungen für alle ab einem bestimmten Stichtag erworbenen Anteile an diesem Altfonds (z. B. Änderung der Ausgabe- und Rücknahmefrequenz), würde das Produkt OIF aus folgenden Gründen gefährden:

- Ein „Bestandsschutz auf Anlegerebene“ würde den Bestand der Fonds schleichend aushöhlen, da durch jede Anteilrückgabe von Altanlegern deren Anteil an der Gesamtheit der Anleger sinkt. Die tägliche Ausgabe und Rücknahme dieser Fonds ist jedoch eines ihrer wesentlichen Merkmale. Diese Merkmale müssen bestehen bleiben, damit die Attraktivität des Produkts für Anleger und

Vertrieb auch in Zukunft erhalten bleibt. Ansonsten wird es künftig im Saldo wie zuvor beschrieben nur noch Rückflüsse geben. Damit ist eine Weiterentwicklung dieser Fonds und das Nutzen von Marktchancen - beides im Sinne der Bestandsanleger - nicht mehr möglich. Ein derartiges Szenario für ein Produkt, das ein elementares Anlagebedürfnis befriedigt, wie es sonst in der Rendite-/Risikoausprägung nirgends zu finden ist, kann nicht Ziel der Gesetzgebung sein.

- Durch die Bildung von „Quasi“-Anteilsklassen in einem OIF kann es durch die unterschiedlichen Rückgabemöglichkeiten für **vor** und **nach** dem Stichtag erworbene Anteile insbesondere in Fällen zeitweiser Marktverwerfungen zu Ungleichbehandlungen der Anlegergruppen kommen, da es bei gleichem Risikoprofil der Anlage nur den Altanlegern möglich wäre, ihre Anteile bis zur Freibetragsgrenze zeitnah zu veräußern. Neuanleger, für die keine entsprechende Rückgabemöglichkeit vorgesehen ist, hätten dann die ggf. negativen Kursentwicklungen zu tragen.
- Anteilübertragungen außerhalb der Sphäre der Kapitalverwaltungsgesellschaft, z. B. über den Börsenhandel, wären nur unter erheblichen tatsächlichen und rechtlichen Schwierigkeiten möglich: Entweder müssten die Anteile mit dem Privileg der täglichen Rückgabemöglichkeit erworben werden können, was jedoch sowohl den Erwerber als auch die depotführende Stelle vor kaum handhabbare Nachweis- bzw. Buchungsprobleme stellen würde. Oder für die Anteile wäre faktisch kein Käufer zu finden, da der Neuanleger das Privileg der täglichen Rückgabemöglichkeit verliert.

Festzuhalten ist, dass jede Änderung des Produkts zu einem unkalkulierbaren Vertrauensverlust bei den Altanlegern führen wird. Es ist nicht auszuschließen, dass Altanleger allein aus Unsicherheit heraus in großem Umfang die Altfonds verlassen werden. Damit würde entgegen dem ursprünglich mit dem Bestandsschutz verfolgten Ziel der Altbestand von 61 Mrd. Euro erneut gefährdet.

#### **Zu § 348 KAGB-E (Besondere Übergangsvorschriften für Gemischte Sondervermögen und Gemischte Investmentaktiengesellschaften):**

§ 348 Satz 1 a.E. KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

„(...) dürfen diese gehaltenen Anteile oder Aktien abweichend von § 219 auch nach dem 21. Juli 2013 weiter halten **und Anteile an diesen Immobilien-Sondervermögen weiter erwerben.**“

Die Regelung muss ergänzt werden, weil ansonsten der angestrebte Bestandsschutz verwässert würde. Zur Begründung verweisen wir vollinhaltlich auf unser Petikum zu § 346 KAGB-E.

#### **Zu § 349 KAGB-E (Besondere Übergangsvorschriften für Sonstige Sondervermögen und Sonstige Investmentaktiengesellschaften):**

§ 349 Satz 1 a.E. KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

„(...) dürfen diese gehaltenen Anteile oder Aktien abweichend von § 221 auch nach dem 21. Juli 2013 weiter halten **und Anteile an diesen Immobilien-Sondervermögen weiter erwerben.**“

Die Regelung muss ergänzt werden, weil ansonsten der angestrebte Bestandsschutz verwässert würde. Zur Begründung verweisen wir vollinhaltlich auf unser Petikum zu § 346 KAGB-E.

## **Zu § 350 Absatz 2 KAGB-E (Besondere Übergangsvorschriften für Hedgefonds und offene Spezial-AIF)**

§ 350 Absatz 2 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

„Werden Anteile oder Aktien von inländischen offenen Spezial-AIF im Sinne des § 345 Absatz 3 Satz 1 Nummer 2, die von einer AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft im Sinne von § 345 Absatz 3 Satz 1 Nummer 1 verwaltet werden, von Privatanlegern gehalten, die diese Anteile oder Aktien vor dem 22. Juli 2013 erworben haben, so dürfen diese Privatanleger diese vor dem 22. Juli 2013 erworbenen Anteile oder Aktien auch nach dem 22. Juli 2013 weiter halten **und weitere Anteile an dem offenen Spezial-AIF erwerben**, bis sie ~~diese alle~~ Anteile oder Aktien **an diesem Spezial-AIF** zurückgeben, ohne dass sich die Qualifikation des Investmentvermögens als inländischer Spezial-AIF nach § 1 Absatz 6 ändert.

Spezialfondsanleger müssen auch Neuanlagen tätigen dürfen, obwohl sie die Eigenschaften eines Spezialfondsanlegers nach den neuen gesetzlichen Vorschriften nicht mehr erfüllen.

§ 350 Absatz 2 KAGB-E enthält eine Übergangsregelung für inländische offene Spezial-AIF, da sich durch das KAGB der Kreis der Anleger ändert, die in einen Spezial-AIF investieren dürfen. Als Folge hiervon können bestimmte Anleger, die derzeit in einen Spezialfonds investieren dürfen, mangels Vorliegen der Voraussetzungen künftig nicht mehr in den Spezial-AIF anlegen. Es ist zu begrüßen, dass der Entwurf eine Bestandsschutzregelung für die Anteile vorsieht, die vor dem Inkrafttreten des KAGB erworben wurden. Es ist allerdings nicht nachvollziehbar, weshalb die Regelung nur für bestehende Anteile gelten soll und nicht auch für Anteile, die der Anleger zusätzlich erwerben möchte. Der Gesetzgeber hat den Anleger ja bereits als geeigneten Anleger für diesen Fonds anerkannt. Es muss ihm daher möglich sein, in diesen Fonds weiter zu investieren.

### **(Neu) – Besondere Übergangsvorschrift für Verwahrstellen**

Es bedarf einer Übergangsvorschrift für Verwahrstellen entsprechend den anderen Vorschriften bis 22. Juli 2014, damit deutlich ist, dass Kapitalverwaltungsgesellschaft und Verwahrstellen Zeit haben, das Vertragsverhältnis auf das KAGB anzupassen.

## **XII. Redaktionelle Anmerkungen**

### **Zu § 1 Absatz 7 KAGB-E (Definition Inländische Investmentvermögen)**

§ 1 Absatz 7 ist wie folgt zu formulieren:

„Inländische Investmentvermögen sind Investmentvermögen **mit Sitz im Inland, die dem inländischem Recht unterliegen.**

Die Inländischen Investmentvermögen sollten solche mit Sitz im Inland sein. Die vorgeschlagene Regelung ist unklar, da bspw. auch im Inland vertriebene ausländische oder EU-AIF inländischen Regeln unterliegen.



### Zu § 1 Absatz 19 Nr. 1 KAGB-E (Definition von Anfangskapital)

§ 1 Absatz 19 Nr. 1 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

Anfangskapital sind

- a) bei Aktiengesellschaften das eingezahlte Grundkapital **oder Gesellschaftskapital** ohne die Aktien, die mit einem nachzuzahlenden Vorzug bei der Verteilung des Gewinns ausgestattet sind (Vorzugsaktien), und die Rücklagen,“

Die Norm berücksichtigt bislang nicht die intern verwalteten Investmentgesellschaften.

### Zu § 1 Absatz 19 Nr. 22 KAGB-E (Definition von Immobilien-Gesellschaften)

§ 1 Absatz 19 Nr. 22 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

„Immobilien-Gesellschaften sind Gesellschaften, die nach dem Gesellschaftsvertrag oder der Satzung **direkt und indirekt** nur Immobilien sowie die zur Bewirtschaftung der Immobilien erforderlichen Gegenstände erwerben dürfen.“

Immobilien-Gesellschaften müssen auch indirekt (über gesellschaftsrechtliche Vehikel) in Immobilien investieren können.

### Zu § 1 Absatz 19 Nr. 23 KAGB-E (Definition von Immobilien-Sondervermögen)

§ 1 Absatz 19 Nr. 23 KAGB-E ist wie folgt zu fassen:

„Immobilien-~~Investmentvermögen~~**Sondervermögen** sind ~~Investmentvermögen~~**Sondervermögen**, die nach den Anlagebedingungen das bei ihnen eingelegte Geld **entsprechend den Vorschriften dieses Gesetzes** in Immobilien anlegen.“

Die Definition bildet bislang nicht den zulässigen Anlagekatalog für Immobilien-Investmentvermögen ab und sollte redaktionell angepasst werden. Da auch geschlossene Fonds in Immobilien investieren dürfen, ist auf den Begriff „Investmentvermögen“ abzustellen.

### Zu § 5 Absatz 9 KAGB-E (Aufsicht über EU- und ausländische Verwaltungsgesellschaften)

§ 5 Absatz 9 Satz 1 KAGB-E ist wie folgt zu formulieren:

„Von einer EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft oder einer ausländischen AIF- Verwaltungsgesellschaft, die im Inland AIF verwaltet oder vertreibt, kann die Bundesanstalt die Vorlage der Informationen verlangen, die erforderlich sind, um zu **beaufsichtigenüberprüfen**, ob die maßgeblichen Bestimmungen, für deren Überwachung die Bundesanstalt verantwortlich ist, durch die EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft oder die ausländische AIF- Verwaltungsgesellschaft eingehalten werden.“

Die Norm ist an den Wortlaut von Art. 45 Absatz 3 AIFM-Richtlinie anzupassen. Dieser sieht nicht die Vorlage von Informationen vor, die zur Überprüfung der Einhaltung gesetzlicher Bestimmungen erforderlich sind, sondern solche die zur Beaufsichtigung erforderlich sind.

### Zu § 11 Absatz 5 KAGB-E (Zusammenarbeit der Aufsicht)

§ 11 Absatz 5 KAGB-E ist wie folgt zu formulieren:

„Hat die Bundesanstalt ~~hinreichende Anhaltspunkte~~ **klare und nachweisbare Gründe** für einen Verstoß einer EU- AIF-Verwaltungsgesellschaft oder einer ausländischen AIF-Verwaltungsgesellschaft gegen die Verpflichtungen nach diesem Gesetz, teilt sie ihre Erkenntnisse der zuständigen Stelle des Herkunftsmitgliedstaats der EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft oder des Referenzmitgliedstaates der ausländischen AIF-Verwaltungsgesellschaft mit.“

Die Norm ist an den Wortlaut der AIFM-Richtlinie anzupassen (Art. 45 Absatz 7). Grundlage für die Weitergabe der Information sind nach der AIFM-Richtlinie klare und nachweisbare Gründe. Diese Anforderung ist höher, als die Anforderung der hinreichenden Anhaltspunkte von Verstößen.

### Zu § 108 Absatz 3 KAGB-E (InvAG mit veränderlichem Kapital – Anwendbare Vorschriften)

§ 108 Absatz 3 1. Halbsatz KAGB-E ist wie folgt zu formulieren:

„Auf **interne** OGAW-Investmentaktiengesellschaften ist § 19 dieses Gesetzes mit der Maßgabe anzuwenden, dass“

Die Norm betrifft den Verweis auf Meldepflichten für Beteiligungen an einer Kapitalverwaltungsgesellschaft. Für OGAW-InvAGen ist dieser Verweis nur sinnvoll, wenn sie zugleich Kapitalverwaltungsgesellschaft sind, also eine interne OGAW-InvAG.

### Zu § 109 Absatz 3 KAGB-E (InvAG mit veränderlichem Kapital – Aktien)

§ 109 Absatz 3 Satz 1 KAGB-E ist zu streichen.

Die Norm ist redundant. Dies ergibt sich bereits aus § 41 Absatz 4 Satz 1 Aktiengesetz.

### Zu § 110 Absatz 2 Satz 1 KAGB-E (InvAG mit veränderlichem Kapital – Satzung)

§ 110 Absatz 2 Satz 1 KAGB-E ist wie folgt zu formulieren:

„Satzungsmäßig festgelegter Unternehmensgegenstand der Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital muss ausschließlich die Anlage und Verwaltung ihrer Mittel nach einer festen Anlagestrategie und dem Grundsatz der Risikomischung zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage

1. bei OGAW-Investmentaktiengesellschaften mit veränderlichem Kapital nach Kapitel 2 Abschnitt 1 und 2,
2. bei AIF-Publikumsinvestmentaktiengesellschaften mit veränderlichem Kapital nach Kapitel 2 Abschnitt 1 und 3 und
3. bei Spezialinvestmentaktiengesellschaften mit veränderlichem Kapital gemäß Kapitel 3 Abschnitt 1 und 2

~~zum Nutzen~~ **im Interesse** ihrer Aktionäre sein.“

Die Norm ist an den Wortlaut des § 26 KAGB-E anzupassen, da die InvAG ebenso wie die Kapitalverwaltungsgesellschaft im Interesse ihrer Anleger handeln muss.

### Zu § 165 Absatz 2 Nr. 36 KAGB-E (Verkaufsprospekt)

§ 165 Absatz 2 Nr. 36 KAGB-E ist wie folgt zu formulieren:

„eine Beschreibung, in welcher Weise die AIF-Verwaltungsgesellschaft den Anforderungen des § 25 ~~Ab-~~  
~~satz 5~~Absatz 6 gerecht wird;“

Der Anleger muss über die Abdeckung der Berufshaftpflichtrisiken aufgeklärt werden (Artikel 23 Absatz 1 Buchstabe e) AIFM-Richtlinie in Verbindung mit 9 Absatz 7 AIFM-Richtlinie). Die Norm muss daher auf § 25 Absatz 6 KAGB-E verweisen.

### Zu § 261 Absatz 1 Nr. 6 KAGB-E (zulässige Vermögensgegenstände, Anlagegrenzen)

§ 261 Absatz 1 Nr. 6 KAGB-E ist wie folgt zu formulieren:

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

Es ist unklar, was europäische bzw. ausländische Publikums- oder Spezial-AIF sind. Nicht in allen Jurisdiktionen ist eine Regelung vorgesehen, die zwischen Publikums- und Spezialfonds unterscheidet. Eine Unterscheidung zwischen Publikums- und Spezial-AIF für nicht deutsche Fonds ist daher nicht sinnvoll.

### Zu § 302 Absatz 3 KAGB-E (Werbung)

§ 302 Absatz 3 ist wie folgt zu formulieren:

„Werbung in Textform für den Erwerb von Anteilen oder Aktien eines inländischen Investmentvermögens, nach dessen Anlagebedingungen oder Satzung die Anlage von mehr als 35 Prozent des Wertes des Investmentvermögens in Schuldverschreibungen, **Schuldscheindarlehen und Geldmarktinstrumente** eines der in § 206 Absatz 2 Satz 1 genannten Aussteller zulässig ist, muss diese Aussteller benennen.“

Der Wortlaut ist an die Vorgaben in § 206 Absatz 2 Satz 1 KAGB-E anzupassen.

### Zu § 307 Absatz 1 Satz 1 KAGB-E (zusätzliche Informationspflichten)

§ 307 Absatz 1 Satz 1 ist wie folgt zu formulieren:

„Dem am Erwerb eines Anteils oder einer Aktie interessierten professionellen Anleger oder semi-professionellen Anleger ist vor Vertragsschluss der letzte Jahresbericht nach § 107 ~~Absatz 4 Satz 2~~Absatz 5, § 123 ~~Absatz 3 Satz 2~~Absatz 4, § 137 ~~Absatz 2~~, § 148 Absatz 1, § 160 ~~Absatz 1 Satz 4~~Absatz 3 oder Artikel 22 der Richtlinie 2011/61/EU zur Verfügung zu stellen.“

### Zu § 307 Absatz 1 Satz 2 Nr. 9 KAGB-E (zusätzliche Informationspflichten)

§ 307 Absatz 1 Satz 2 Nr. 9 KAGB-E ist wie folgt zu formulieren:

„eine Beschreibung, in welcher Weise die AIF-Verwaltungsgesellschaft den Anforderungen des § 25 ~~Ab-~~  
~~satz 5~~**Absatz 6** oder des Artikels 9 Absatz 7 der Richtlinie 2011/61/EU gerecht wird;

Der (semi-)professionelle Anleger muss über die Abdeckung der Berufshaftpflichtrisiken aufgeklärt werden (Artikel 23 Absatz 1 Buchstabe e) AIFM-Richtlinie in Verbindung mit 9 Absatz 7 AIFM-Richtlinie). Die Norm muss daher auf § 25 Absatz 6 KAGB-E verweisen.

### Zu § 317 Absatz 1 Satz 2 Nr. 7 KAGB-E (grenzüberschreitender Vertrieb)

§ 317 Absatz 1 Satz 1 Nr. 7 a) aa) KAGB-E ist wie folgt zu formulieren.

„aa) bei mit Sonstigen Investmentvermögen vergleichbaren AIF die Angaben nach § 224 ~~Absatz 2~~  
~~Absatz~~  
**3**,

Der Verweis auf § 224 Absatz 3 ist zu korrigieren, gemeint ist wohl § 224 Absatz 2.

### Zu § 340 Absatz 3 Nr. 9, Nr. 20, Nr. 29, Nr. 30 KAGB-E (Bußgeldvorschriften)

§ 340 Absatz 3 Nr. 9 KAGB-E ist wie folgt zu formulieren:

„...entgegen

a) § 192, § 193 Absatz 1, § 194 Absatz 1, § 210 Absatz 1 Satz 1 oder Satz 4, Absatz 2 oder 3, § 219 Absatz 1 oder Absatz 2, § 221 Absatz 1 oder § 225 Absatz 2 Satz 2 oder

b) § 231 Absatz 1, § 234 Satz 1, § 239 oder § 261 Absatz 1 einen Vermögensgegenstand erwirbt ~~oder in~~  
~~einen dort genannten Vermögensgegenstand investiert~~,

§ 340 Absatz 3 Nr. 20 KAGB-E ist wie folgt zu formulieren:

„...entgegen § 222 Absatz 1 Satz 4 einen ~~dort genannten~~ Vermögensgegenstand erwirbt,“

§ 340 Absatz 3 Nr. 29 KAGB-E ist wie folgt zu formulieren:

„...entgegen § 282 Absatz 2 Satz 1 in einen ~~dort genannten~~ Vermögensgegenstand investiert,“

§ 340 Absatz 3 Nr. 30 KAGB-E ist wie folgt zu formulieren:

„...entgegen § 285 einen ~~dort genannten~~ Vermögensgegenstand erwirbt,“

§ 340 regelt einen Bußgeldtatbestand bei Verstößen gegen Vorschriften über Anlagegegenstände. Die Vorschriften, auf die der Bußgeldtatbestand verweist, normieren positiv welche Vermögensgegenstände erworben werden dürfen. Die Formulierung „entgegen (der Norm) in einen dort genannten Vermögensgegenstand investiert“ ist nicht korrekt.

### **Zu § 355 Absatz 1 Satz 6 KAGB-E (Übergangsvorschrift für OGAW)**

§ 355 Absatz 2 Satz 6 KAGB-E ist wie folgt anzupassen:

Müssen die Anlagebedingungen an die Anforderungen nach den §§ 200 bis 203 angepasst werden, bedürfen diese Änderungen der Genehmigung; die Anpassungen sind innerhalb von sechs Monaten ab dem 22. Juli 2013 **bei der BaFin zur Genehmigung einzureichen vorzunehmen**.

§ 355 Absatz 1 KAGB-E normiert, dass die Anpassung der Anlagebedingungen von OGAW innerhalb von sechs Monaten ab dem 22. Juli 2013 vorzunehmen sind. Dabei ist unklar, wie die Begrifflichkeit „vorzunehmen“ auszulegen ist. Es ist daher eine Klarstellung einzufügen, dass die Anlagebedingungen innerhalb von sechs Monaten bei der BaFin eingereicht werden müssen.