



Universität Regensburg

FAKULTÄT FÜR RECHTSWISSENSCHAFT

Universität Regensburg · D-93040 Regensburg

Prof. Dr. Wolfgang Servatius

An die

Vorsitzende des Finanzausschusses des

Deutschen Bundestags

Frau Dr. Birgit Reinemund, MdB

Platz der Republik 1

11011 Berlin

**Lehrstuhl für Bürgerliches Recht
und Unternehmensrecht**

Telefon +49 941 943-2297
Telefax +49 941 943-1969

Universitätsstraße 31
D-93053 Regensburg

Lehrstuhl.Servatius@jura.uni-regensburg.de
www.uni-regensburg.de

Regensburg, den 7. März 2013

Stellungnahme zum Entwurf eines AIFM-UmsG

Sehr geehrte Frau Vorsitzende,

sehr geehrte Damen und Herren Abgeordnete,

zu dem Entwurf eines AIFM-Umsetzungsgesetzes (BT-Drs. 17/12294) darf ich vorab schriftlich Stellung nehmen. Die Ausführungen gliedern sich wie folgt:

1. Teil Allgemeine Anmerkungen zum Entwurf (S. 2 f.)
2. Teil Anmerkungen zu den jüngsten Änderungsvorschlägen des Bundesrats sowie der Gegenäußerung der Bundesregierung (S. 4 ff.)
3. Teil Anmerkungen zur Regulierung offener Immobilienfonds, Auseinandersetzung mit vorgeschlagenen Alternativmodellen (S. 10 ff.)
4. Teil Anmerkungen zur Abstimmung des KAGB mit allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Regeln bei der offenen und geschlossenen Investment-KG (S. 29 ff.)

Ich danke meinen Mitarbeitern Florian Beer und Bernd Huber für die Unterstützung.

Mit freundlichen Grüßen

Prof. Dr. Wolfgang Servatius

1. Teil

Allgemeine Anmerkungen zum Entwurf

Dem vorliegenden Entwurf eines AIFM-UmsG gelingt es im Hinblick auf die von mir untersuchten Punkte überzeugend, die Vorgaben der AIFM-Richtlinie umzusetzen. Größere Änderungen sind insofern meines Erachtens nicht geboten. Einige Aspekte könnten jedoch vor Verabschiedung noch in Erwägung gezogen werden (vgl. insofern die Teile 2 – 4 dieser Stellungnahme).

I. Schaffung eines einheitlichen KAGB für offene und geschlossene Fonds

Das Anliegen, die europarechtlich und national zersplitterte Rechtslage im KAGB zusammenzufassen, ist zu begrüßen.

Dies erleichtert künftig die Rechtsanwendung und ermöglicht stärker als bisher die wissenschaftliche Herausbildung einheitlicher Argumentationslinien und Prinzipien bei den verschiedenen Kollektivanlageformen („materieller Investmentfonds begriff“).

Insbesondere ist zu begrüßen, dass offene und geschlossene Fonds im Zuge der AIFM-Richtlinie nunmehr einem einheitlichen Regelungsrahmen unterworfen werden. Hierdurch wird das bislang eher unterentwickelte Recht der Publikumsgesellschaften aufgewertet, was ebenfalls die Rechtsanwendung und Rechtsfortbildung erleichtert und vor allem den Anlegerschutz stärkt.

II. Ausweitung der AIFM-Richtlinie auf andere als professionelle Anleger

Es ist ebenfalls zu begrüßen, dass das KAGB – mit Unterschieden im Einzelnen – einen weiteren Anwendungsbereich hat als die auf professionelle Anleger primär zugeschnittene AIFM-Richtlinie.

Eine Einbeziehung semi-professioneller Anleger und vor allem auch Privatanleger ist zum einen auf der Grundlage der bisherigen Fonds- und Vertriebsstrukturen in Deutschland geboten.

Wegen der prinzipiell begrüßenswerten Vereinheitlichungstendenz des KAGB ist die Ausweitung zum anderen auch sachgerecht, da die europäischen Vorgaben für professionelle Anleger als modifizierbare Mindeststandards auch beim breiteren Anlegerpublikum Geltung beanspruchen sollten, vor allem im bislang unterentwickelten Recht der geschlossenen Fonds. Insgesamt sollte die nationale, überschießende Umsetzung der AIFM-Richtlinie jedoch auf Systemkohärenz mit den Vorgaben der Richtlinie bedacht sein.

III. Aufrechterhaltung des Vertragsmodells für Offene Immobilienfonds

Zentraler Punkt des jetzigen Entwurfs ist die Beibehaltung des Vertragsmodells für Offene Immobilienfonds. Diese Entscheidung ist angesichts des bisherigen deutschen Fondsmarkts vertretbar. Sie bedingt aber zwangsläufig, dass das Problem der Fristeninkongruenz weiter im Auge behalten wird und der bereits im AnsFUG eingeschlagene Weg fortzusetzen ist: Die Anleger müssen noch stärker als bisher Einschränkungen im

Hinblick auf ihr Liquiditätsinteresse hinnehmen, damit die Fonds stabilisiert werden und das Risiko der Illiquidität geringer wird.

Die jetzt vorgeschlagenen Regelungen im KAGB sind insofern sachlich geboten und gerechtfertigt. Verbessert werden sollten allerdings insbesondere die Regelungen nach Aussetzung der Anteilsausgabe, um die Chancen zur Vermeidung der Fondsabwicklung zu vergrößern. Dies ist mit wenigen Änderungen des bisherigen Entwurfs systemkohärent möglich (vgl. hierzu im Einzelnen unten Teil 3).

Künftig sollte jedoch auch von Seiten des Gesetzgebers beobachtet werden, ob der Immobilienfonds als Vertragsmodell wirklich zukunftsfähig ist und nicht Immobilien-AG bzw. REIT-AG verstärkt gefördert werden, bei denen das Problem der Fristeninkongruenz nicht besteht. Auch die Fondspraxis sollte dies berücksichtigen.

IV. Fehlende Einbeziehung der REIT-AG

Der bisherige Entwurf regelt die REIT-AG nicht unmittelbar. Insofern soll weiterhin das REIT-G gelten. Soweit ersichtlich, ist auf europäischer Ebene nicht verlässlich geklärt, ob REITs unter die AIFM-Richtlinie fallen oder nicht.

Wenngleich damit möglicherweise keine europarechtlich begründete Einbeziehung der REIT-AG in das KAGB besteht, sollte dies gleichwohl erwogen werden. Es sprechen keine Gründe dagegen, die im KAGB enthaltenen aufsichts- und materiell-rechtlichen Regeln auch auf die kollektive Vermögensanlage beim REIT zu übertragen. Für die Genossenschaft gilt dies gleichermaßen.

2. Teil

Änderungsvorschläge des Bundesrats

Nachfolgend sollen aus aktuellem Anlass die Änderungsvorschläge des Bundesrats vom 1.2.2013 gewürdigt werden, einschließlich der Gegenäußerung der Bundesregierung vom 6.2.2013.

I. Mögliche besondere Privilegierung sog. Bürgerenergieprojekte

In der Stellungnahme des Bundesrats vom 1.2.2013 wird unter Nr. 1 angeregt, für Bürgerenergieprojekte oder andere Bürgerbeteiligungsprojekte ggf. besondere Privilegierungen in das KAGB aufzunehmen, insbesondere im Hinblick auf die Rechtsform sowie die Eigenkapital- und Zulassungsanforderungen.

Die prinzipielle Förderungswürdigkeit derartiger Projekte steht außer Streit. Gleichwohl ist es meines Erachtens nicht geboten, in das KAGB weitere Privilegierungen aufzunehmen.

Derartige Projekte sind nach ihrer Grundstruktur und Funktion durchaus unter den nunmehr vorherrschenden materiellen Investmentfonds begriff zu fassen. Eine Privilegierung gegenüber den anderen Anlagemodellen wäre daher im Hinblick auf die rechtliche Ausgestaltung eine begründungsbedürftige Ausnahme.

Hierfür besteht im Einklang mit der Gegenäußerung der Bundesregierung vom 6.2.2013 kein Anlass. Zum einen ist zu berücksichtigen, dass der mittels AIFM-Richtlinie und KAGB bezweckte Anlegerschutz auch hier zu verwirklichen ist. Es ist nicht davon auszugehen, dass lokale Projekte im Hinblick auf die Transparenz und Ordnungsmäßigkeit der Vermögensverwaltung höhere Qualitätsstandards aufweisen als im übrigen Investmentbereich.

Ergänzend ist zu bedenken, dass auch bei den Bürgerenergieprojekten vielfach externe Anbieter die Initiative ergreifen bzw. tätig werden und so organisatorisch in das Projekt einbezogen werden. Der Gesetzgeber muss daher bei den Bürgerenergieprojekten auch im Blick haben, die lokalen Anleger zu schützen und ein ggf. vorhandenes Ungleichgewicht an Professionalität auszugleichen.

Im Übrigen dürften die in der AIFM-Richtlinie und dem KAG aus den Schwellenwerten iHv. 100 bzw. 500 Mio. Euro ableitbaren Privilegierungen ausreichend sein, die Bürgerinitiative in den allermeisten Fällen auch die nötige Flexibilität zu verschaffen.

II. Erfassung sog. Mittelständischer Beteiligungsgesellschaften (MBGen)

Die in der Stellungnahme des Bundesrats vom 1.2.2013 erwähnten mittelständischen Bürgerbeteiligungsgesellschaften können im Einklang mit der Gegenäußerung der Bundesregierung vom 6.2.2013 nicht kategorisch aus dem Anwendungsbereich der AIFM-Richtlinie und des KAGB herausgenommen werden. Dies liegt vor allem an der fehlenden rechtlichen Eindeutigkeit dieses Begriffs.

National betrachtet erscheint es jedoch durchaus nachvollziehbar, diese Modelle nicht unter die AIF-Definition gemäß § 1 KAGB zu fassen, sofern die Wirtschaftsförderung das

alleinige Ziel der beteiligten Anleger ist. Insofern erscheint auch europarechtlich keine abweichende Beurteilung geboten.

Problematisch ist indessen, wenn die Wirtschaftsförderung nicht das alleinige Ziel der Anleger bei ihrer Kapitalbeteiligung ist. Sofern diese – ggf. langfristig – auch finanzielle Eigeninteressen verfolgen, was bei privatrechtlich organisierten Anlegern regelmäßig der Fall ist, bestehen starke Zweifel, ob eine Bereichsausnahme für MBGen national- und europarechtlich begründbar ist.

Anzumerken ist an dieser Stelle noch, dass die in der Gegenäußerung der Bundesregierung erwähnte Gesetzeskonkretisierung mittels Fragen- und Antwortkatalogen seitens der BAFin zwar pragmatisch ist, rechtsstaatlich jedoch auch auf Bedenken stößt.

III. Semi-professionelle Anleger allein wegen der Investitionssumme

In der Stellungnahme des Bundesrats vom 1.2.2013 wird angeregt, einen Anleger auch allein wegen einer Mindestinvestitionssumme iHv. zum Beispiel 10 Mio. Euro als semi-professionellen Anleger iSv. § 1 Abs. 19 Nr. 33 KAGB anzusehen.

Nach dem bisherigen Entwurf ist die Mindestanlagesumme allein eine von mehreren kumulativ zu erfüllenden Voraussetzungen, um jemanden als semi-professionellen Investor anzusehen. Ergänzend ist vor allem auch ein besonderer Sachverstand erforderlich, der eine Abgrenzung von den Privatanlegern und eine Annäherung an die professionellen Anleger rechtfertigt. Eine Änderung des Entwurfs ist nicht geboten.

Eine bloße Fokussierung auf die Anlagesumme wäre zum einen systemwidrig gegenüber dem Abgrenzungsmodell zwischen professionellem Anleger und Kleinanleger gemäß AIFM-Richtlinie nebst entsprechender Anlage II das gesamte, abgestufte Informationsmodell der Richtlinie knüpft an den unterschiedlichen Sachverstand der Anleger an, so sich das Investitionsvolumen als alleiniges Kriterium in diese Gesetzessystematik nicht einfügt.

Zum anderen bestünde bei einer derartig starren Definition ein erhöhtes Missbrauchspotential, welches sich mangels klarer Verankerung im übrigen Regelungsrahmen rechtlich kaum beherrschen ließe.

Schließlich spricht Vieles dafür, dass die in der Stellungnahme des Bundesrates genannten Investoren in den meisten Fällen auch die anderen Kriterien erfüllen, so dass eine Einordnung als semi-professionelle Anleger regelmäßig gegeben ist.

IV. Konzernunabhängige Verwahrstelle

In der Stellungnahme des Bundesrats vom 1.2.2013 wird vorgeschlagen, § 68 Abs. 1 KAGB dahingehend zu ergänzen, dass die Verwahrstelle nicht demselben Konzern angehören darf wie die OGAW-Verwaltungsgesellschaft.

Eine derartige Änderung ist nicht zu empfehlen.

Das berechtigte Anliegen, Interessenkollisionen zu behandeln und zu vermeiden, wird in der OGAW- und AIFM-Richtlinie vornehmlich handlungsbezogen verwirklicht und nicht strukturbezogen. Aus der Zugehörigkeit zu einem Konzernverbund wird und kann daher nicht ohne weiteres der Schluss gezogen werden, dass es zu einer unzulässigen Interessenverquickung kommt.

Insoweit ist § 70 KAGB erforderlich, aber auf der Grundlage der europäischen Aufgaben auch ausreichend, Interessenkollisionen rechtlich auszugestalten.

Sollte die bisherige und vor allem auch künftige Praxis jedoch zeigen, dass dieses Regelungssystem nicht funktioniert und Anleger Nachteile erleiden, besteht durchaus Raum für eine verschärfte Verhinderung von Interessenkollisionen im Wege der Konzernentflechtung.

V. Ausweis von Transaktionskosten in Jahres- und Halbjahresberichten

In der Stellungnahme des Bundesrats vom 1.2.2013 wird vorgeschlagen, dass in den Jahres- bzw. Halbjahresberichten gemäß § 162 Abs. 2 Nr. 14 KAGB auch die Transaktionskosten aufgenommen werden.

Diese Änderung wäre zu begrüßen.

Das berechtigte Informationsbedürfnis der Anleger über die erzielte und erzielbare Rendite wird über die bislang bereits genannten Auf- und Abschläge auch durch die Transaktionskosten in Bezug auf die Umschichtung des Fondsvermögens befriedigt. Dies gilt umso mehr, als diese Kosten vielfach durch verwaltungsnahen Institutionen verursacht werden, so dass eine transparente Darlegung auch dokumentiert, wer von diesen Kosten profitiert, was Interessenkonflikten Vorschub leistet.

Das in der Gegenäußerung der Bundesregierung vorgebrachte Argument, die unbestimmte Wohlverhaltensregelung des § 26 Abs. 5 KAGB sei ausreichend, überzeugt nicht. Es wäre daher eine der Fondsvielfalt dienende und den Anlegerschutz verbessernde Rechtslage, wenn künftig auch die Transaktionskosten ausgewiesen würden.

Dass hierdurch ein Wettbewerbsnachteil für deutsche Fonds entstünde, ist in seiner Pauschalität stets ein ambivalentes Argument. Umgekehrt könnte man ebenso anführen, dass die hierdurch ausgestalteten deutschen Fonds bei Anlegern ein größeres Vertrauen genießen würden.

VI. Bewerter (§ 216 KAGB)

In der Stellungnahme des Bundesrats vom 1.2.2013 wird vorgeschlagen, § 216 KAGB zu ändern, um hierüber im Wesentlichen die bisherige Regelung über Sachverständigenausschüsse bei Immobilienfonds gemäß § 77 InvG aufrecht zu erhalten.

Bei der rechtlichen Erörterung dieses Vorschlags sind zwei Fragen auseinanderzuhalten:

- Erfolgt die Bewertung intern oder extern?
- Folgt die Bewertung dem Kollegialprinzip?

1. Europarechtliche Vorgaben zur internen oder externen Bewertung

Die europarechtlichen Vorgaben der AIFM-Richtlinie gelten nicht nur für Immobilienfonds, sondern sind Teil der allgemeinen Grundsätze.

Art. 19 Abs. 1 AIFM-Richtlinie ordnet an, dass die Verantwortung für die Bewertung zuvörderst dem AIFM, mithin der Kapitalverwaltungsgesellschaft selbst obliegt. Diese hat in Ausübung ihrer Verantwortung eine ordnungsgemäße und unabhängige Bewertung zu

gewährleisten. Art. 19 Abs. 10 AIFM-Richtlinie bekräftigt dies insbesondere für die Ermittlung des Nettoinventarwertes und stellt klar, dass Bewertungsdefizite haftungsbeehrt sind.

Art. 19 Abs. 4 AIFM-Richtlinie sieht in Konkretisierung dieser Pflicht zwei Bewertungsstellen vor: ein externer Bewerter oder die Kapitalverwaltungsgesellschaft selbst, soweit gewährleistet wird, dass die Bewertungsaufgabe unabhängig erfolgt.

Für den externen Bewerter sehen Art. 19 Abs. 5 – 7 AIFM-Richtlinie besondere Anforderungen an die Qualifikation vor. Nach Art. 19 Abs. 9 AIFM-Richtlinie wird angeordnet, dass über aufsichtsrechtliche Maßnahmen die Überprüfung einer internen Bewertung durch externe Bewerter und/oder Rechnungsprüfer erfolgen kann.

Auf dieser rechtlichen Grundlage obliegt es dem AIFM selbst, mithin der Kapitalverwaltungsgesellschaft, ob ein externer Bewerter bestellt wird oder eine interne Bewertung erfolgt. Beide Arten sind nach der Konzeption der AIFM-Richtlinie gleichwertig.

2. Beschränkter Anwendungsbereich dieser Vorgaben

Das genannte europarechtlich vorgeprägte Modell ist nur im sachlichen Anwendungsbereich der AIFM-Richtlinie zwingend. Bei den Spezial-AIF kann daher hiervon nicht abgewichen werden. Im Rahmen der Verweise gemäß § 286 und § 278 KAGB auf § 216 KAGB wäre es daher richtlinienwidrig, wenn eines der beiden Verfahren zwingend vorgeschrieben würde. Eine Änderung von § 216 KAGB käme daher von vornherein nur in Betracht, wenn auch die beiden Verweisnormen im Sinne des bisherigen § 216 KAGB geändert würden.

Jenseits dieser europarechtlich begründeten Vorgaben hat der nationale Gesetzgeber jedoch grundsätzlich die Freiheit, ein anderes Bewertungsregime vorzusehen, insbesondere im Bereich der Publikumsfonds. Insofern könnte der Stellungnahme des Bundesrates im Einklang mit den europarechtlichen Vorgaben durchaus entsprochen werden.

3. Externe Bewertung im jetzigen Entwurf des KAGB

Im Einklang mit dieser Prämisse sieht der bisherige Entwurf des KAGB bereits vielfach eine externe Bewertung vor, insbesondere beim offenen Immobilienfonds und bei der Ankaufsbewertung bei geschlossenen Fonds. Die laufende Bewertung folgt bei geschlossenen Fonds gemäß § 271 Abs. 4 KAGB jedoch dem Modell des § 216 KAGB, ermöglicht mithin auch die interne Bewertung.

In den Bereichen, in denen bereits jetzt die externe Bewertung vorgeschrieben ist, wird der Empfehlung des Bundesrats insoweit bereits entsprochen. Die Frage ist daher allein, ob auch die laufende Bewertung bei geschlossenen Fonds zwingend extern zu erfolgen hat, mithin § 271 Abs. 4 KAGB geändert werden sollte.

Dies ist meines Erachtens nicht geboten. Die laufende Bewertung erfüllt bei geschlossenen Fonds eine andere Funktion als bei offenen, weil es nicht um die fortlaufende Gewährleistung von zutreffenden Ausgabe- und Rückgabepreisen geht. Es kann daher sehr systemkohärent zulässig sein, dass diese laufende Bewertung durch entsprechende Anlagebedingungen auch als interne ausgestaltet ist.

2. Fachliche Expertise bei der internen Bewertung

Ein Problem hat im bisherigen Vorschlag zur Bewertung in § 216 KAGB jedoch noch keine ausreichende Berücksichtigung gefunden. Während nämlich (im Einklang mit der AIFM-Richtlinie) Vorschriften über die fachliche Expertise bei der externen Bewertung bestehen, fehlen entsprechend konkrete Regelungen im KAGB für die interne Bewertung.

In der AIFM-Richtlinie ist dies anders. Art. 19 Abs. 8 AIFM-Richtlinie besagt nämlich allgemein, d.h. für alle Bewertungen, dass diese unparteiisch und mit der gebotenen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit zu erfolgen hat.

Ein derartiges recht konkretes Pflichtenregime fehlt bei der internen Bewertung bislang im KAGB. Um deutlich zu machen, dass die interne Bewertung dieselben Standards erfüllt wie die externe und damit für die Fondsgesellschaften eine echte Wahlfreiheit besteht, empfehle ich daher folgende Ergänzung von § 216 Abs. 1 S. 3 KAGB (neu):

„Die Bewertung hat unparteiisch und mit der gebotenen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit zu erfolgen.“

Dies kann im Ergebnis durchaus dazu führen, dass Fondsgesellschaften mangels eigener Expertise in Bewertungsfragen auf externe Bewerter zugreifen (müssen).

3. Europarechtliche Vorgaben zum Kollegialprinzip

Eine andere Frage ist, ob die Bewertung gemäß der Stellungnahme des Bundesrats vom 1.2.2013 zwingend einem Sachverständigenausschuss, mithin einem Kollegialorgan, zugewiesen werden kann.

Bislang ist dies gemäß § 77 InvG zwingend vorgesehen. Im bisherigen Entwurf zu § 216 KAGB findet sich indessen keine Pflicht zur Bildung eines Bewertungskollegiums mehr.

Die Vorgaben der AIFM-Richtlinie über diese Frage sind nicht eindeutig. Aus der Wortwahl „einem externen Bewerter“ in Art. 19 Abs. 4 lit. a AIFM-Richtlinie ergibt sich zwar der Hinweis, dass eine einzige natürliche oder juristische Person ausreicht. Auf der anderen Seite kann man aber auch anführen, dass die Bewertung durch ein Kollegialorgan den Anlegerschutz verbessert, so dass eine nationale Verschärfung prinzipiell zulässig wäre, zumindest bei den Publikumsfonds, die nicht in den Anwendungsbereich der AIFM-Richtlinie fallen.

Es gibt keine rechtlichen Vorgaben, dass das Kollegialprinzip gegenüber der Bewertung durch einen einzelnen Bewerter aus Gründen der Systemkohärenz vorzugswürdig ist. Der Gesetzgeber kann daher entscheiden, welchem Modell er folgt. Die bisherige Lösung hätte durchaus den Vorteil der Flexibilität, wenn die Fondsgesellschaften es – in Ausübung ihrer generellen Bewertungsverantwortung! – selbst in der Hand hätten, die Zahl der Bewerter festzulegen. Hier ist in pflichtgemäßer Abwägung der Vor- und Nachteile unter Berücksichtigung der Kosten eine sachgerechte Entscheidung zu treffen und dies den Anlegern zu vermitteln.

VII. Besonderes Informationsrecht gemäß § 274 Abs. 4 KAGB (neu)

In der Stellungnahme des Bundesrats vom 1.2.2013 wird vorgeschlagen, in § 274 Abs. 4 KAGB (neu) ein besonderes Kontrollrecht sowie die Möglichkeit zur Wahrnehmung durch Beiräte vorzusehen.

Dieses Recht ist nicht notwendig.

Im Bereich der geschlossenen Investment-KG ergibt sich dies bereits aus § 118 HGB und der Gestaltungsfreiheit im Übrigen.

Bei der Investmentaktiengesellschaft gilt gemäß § 140 Abs. 2 KAGB nicht der Grundsatz der Satzungsstrenge gemäß § 23 Abs. 5 AktG. Hier können daher auch über die bestehenden Informations- und Aufsichtsrechte hinaus individuelle Gestaltungen getroffen werden, die dem Anliegen des Bundesrats entsprechen.

VIII. Beschränkung der Anlageberatung und -vermittlung in Bezug auf kreditfinanzierte Vermögensanlage

In der Stellungnahme des Bundesrats vom 1.2.2013 wird vorgeschlagen, § 37 d WpHG einzuführen und hierüber die Beratung und Vermittlung kreditfinanzierter Anlagen einzuschränken.

Das hiermit verfolgte Anliegen, kaum einschätzbare Risiken für die Privatkunden zu vermeiden, ist durchaus berechtigt. Es ist vielfach so, dass Privatkunden wegen einer sehr positiven Erwartungshaltung in Bezug auf das Anlageobjekt die Darlehensbelastungen aus den Augen verlieren. Die Fälle der sog. Schrott-Immobilien sind hierfür paradigmatisch.

Gleichwohl erscheint das vom Bundesrat vorgeschlagene generelle Verbot einer derartigen Koppelung als überzogen. Bei der Anlageberatung und -vermittlung muss auch Raum bestehen, derartige Geschäfte einzugehen, zumal vielfach steuerliche Aspekte für oder gegen ein derartiges Modell sprechen. Es ist Sache der Gerichte, bei der Beraterhaftung die notwendige Feinjustierung vorzunehmen.

Die Einführung des vorgeschlagenen § 37 d WpHG ist daher nicht zu empfehlen.

3. Teil

Regulierung offener Immobilienfonds (§§ 230 ff. KAGB)

I. Der Offene Immobilienfonds als notwendiger Kompromiss

Es ist zu begrüßen, dass sich der jetzige Entwurf weiterhin das Ziel setzt, die nach wie vor vorhandenen Funktionsdefizite bei Offenen Immobilienfonds auszuräumen und damit Fondsschließungen wegen Illiquidität vorzubeugen. Gleichwohl darf nicht verkannt werden, dass dem Offenen Immobilienfonds stets Widersprüche innewohnen werden. Das Anlegerinteresse an Liquidität kollidiert systembedingt mit der eher langfristig ausgerichteten und wenig fungiblen Immobilienanlage (Zum Ganzen ausführlich [hier](#)).

Der Gesetzgeber hält nunmehr am Vertragsmodell des offenen Immobilienfonds fest. Indem so weder die REIT- bzw. Investment-AG als alleinig zulässige Fondsvehikel anerkannt werden bzw. ein zwingender Zweitmarkt für Fondsanteile etabliert wird, wohnt konsequenterweise auch dem jetzigen Konzept das Grundproblem der Fristeninkongruenz inne. Es gibt auf dieser Grundlage somit keine Ideallösung, die die Gefahr einer Fondsschließung wegen Liquiditätsproblemen gänzlich auszuräumen vermag. Hierauf muss sich die Praxis wie bisher einstellen.

II. Hieraus folgende Vorgaben für die Neuregelung

Der Gesetzgeber ist jedoch nach wie vor berufen, sich um einen regulatorischen Ausgleich dieses Widerspruchs zu bemühen, der den Offenen Immobilienfonds als Kapitalmarktprodukt zumindest stabilisiert. Die Anleger müssen hierzu jedoch noch stärker als bisher Einbußen hinnehmen, wenn es um die Verwirklichung ihres Liquiditätsinteresses geht. Insofern ist der jetzige Entwurf weitgehend sachgerecht. Es werden nachfolgend lediglich einige Ergänzungen vorgeschlagen, insbesondere im Bereich der Verkehrswertermittlung.

Den Immobilienfonds muss darüber hinaus aber auch stärker als bisher die Möglichkeit eingeräumt werden, eine aus welchen Gründen auch immer eingetretene Liquiditätskrise zu bewältigen, ohne dass es in vorhersehbarer Weise auch zur Abwicklung des Fonds kommt. Insofern zeigen sich beim bisherigen Entwurf des KAGB noch Defizite, die jedoch mit geringen Änderungen sachgerecht und systemkohärent behoben werden können. Die nachfolgenden Vorschläge zielen in dieser Hinsicht zentral auf eine Stärkung der Anlegerautonomie nach Aussetzung der Anteilsrücknahme, um die Fondsabwicklung zu vermeiden.

Eine weitgehendere, grundlegende Umgestaltung des bisherigen Entwurfs ist derzeit nicht geboten.

II. Maßnahmen zur Fondsstabilisierung

Der jüngste Entwurf eines KAGB enthält in den §§ 230 ff. KAGB bedeutsame Maßnahmen zur Fondsstabilisierung. Sie sind eine systemkohärente Fortentwicklung der bereits im AnsFuG verwirklichten Maßnahmen.

1. Liquiditätsmanagement als bedeutsames Präventionsmittel

Anstelle des aufzuhebenden § 80 b InvG gelten für Immobilienfonds künftig allein die allgemeinen Regeln über das Risiko- und Liquiditätsmanagement gemäß §§ 29, 30 KAGB.

Diese Regelungsart ist zur Verhinderung von gesetzlichen Redundanzen zu begrüßen. Auf der anderen Seite besteht durch die „bloß“ allgemeine Regelung des Liquiditätsmanagements die Gefahr, dass dieses besonders relevante Thema beim Immobilienfonds nicht mit der gebotenen Effektivität umgesetzt wird.

Der jetzige Entwurf des KAGB zielt – insbesondere durch den nachfolgend vorgeschlagenen § 255 Abs. 5 (neu) – ganz zentral darauf ab, die Illiquidität des Fonds zu vermeiden und die Kapitalverwaltungsgesellschaft bereits im Vorfeld der sich abzeichnenden Krise zum Verkauf von Immobilien zu zwingen, zumindest aber geeignete Maßnahmen vorzubereiten.

Insofern wäre es sachgerecht gewesen, die besondere Bedeutung des Liquiditätsmanagements wie bisher durch eine (zusätzliche) Regelung im Bereich der §§ 230 ff. KAGB besonders hervorzuheben. Infolge der Streichung muss aber zumindest die Finanzaufsicht künftig in besonderer Weise überwachen, dass das Liquiditätsmanagement bei den jeweiligen Kapitalverwaltungsgesellschaften funktioniert und auf die nunmehr leicht kontrollierbaren Rückgabetermine bezogen ist.

2. Verkehrswertermittlung unter Berücksichtigung der realen Verkaufschancen

Die Immobilienbewertung folgt auch nach dem jetzigen Entwurf den bisherigen Regeln des InvG: Gemäß § 168 Abs. 3 KAGB ist der Verkehrswert „nach geeigneten Bewertungsmodellen unter Berücksichtigung der aktuellen Marktgegebenheiten“ zu ermitteln.

Diese Regelung ist sehr unbestimmt, und auch die bislang ergänzend herangezogene ImmoWertVO präzisiert die Bewertungsvorgaben kaum. Ein justiziables Bewertungsregime besteht daher nach wie vor nicht, was einen großen Ermessensspielraum eröffnet und konsequenterweise auch ein Missbrauchspotential begründet. Man muss sich stets vergegenwärtigen, dass bei einer lege artis durchgeführten und damit rechtmäßigen Bewertung bei verschiedenen Gutachtern Abweichungen von 10 – 20 % entstehen können, was internationale Studien von RIC/IPD belegen (vgl. *Archner*, in E/D/D/H InvG, § 77 Rn. 12).

Wenngleich somit gute Gründe dafür sprechen, die Bewertungsregelungen künftig grundlegend umzugestalten, sollte im jetzigen Gesetzgebungsverfahren zumindest ein Punkt bereits Berücksichtigung finden, die stärkere Berücksichtigung der realen Verkaufschancen bei den jeweiligen Immobilien.

Im Zuge der Fondskrise resultiert die berechtigte Anlegerenttäuschung vor allem daraus, dass Verkehrswerte ermittelt und dokumentiert wurden, die nicht zeitnah zu realisieren sind. Dies gilt gleichermaßen vor und nach Aussetzung der Anteilsrücknahme.

Dem sollte entgegengesteuert werden, indem das Gebot, die realen Verkaufschancen „einzupreisen“, gesetzlich verankert wird, mithin das Vorsichtsprinzip stärker Geltung beansprucht.

Es wird daher empfohlen, § 168 Abs. 3 KAGB wie folgt zu ergänzen:

(3) Bei Vermögensgegenständen, für die die Voraussetzungen nach Absatz 2 nicht vorliegen oder für die kein handelbarer Kurs verfügbar ist, ist der Verkehrswert, der bei sorgfältiger Einschätzung nach geeigneten Bewertungsmodellen unter Berücksichtigung der aktuellen Marktgegebenheiten und Verkaufsmöglichkeiten angemessen ist, zugrunde zu legen.

Auf diese Weise werden die Verkehrswerte bei schwer verkäuflichen Objekten maßvoll und marktgerecht reduziert. Die Anleger werden so vor der derzeit durchaus berechtigten Enttäuschung geschützt, dass die ausgewiesenen (hohen) Verkehrswerte bei der Anteilsrückgabe oder späteren Abwicklung nicht real erzielbar sind und sie damit „Abschläge“ hinnehmen müssen. Diese Abschläge sind im Kontext der Anteilsrückgabe und Abwicklung gerade keine systemwidrigen, die Anleger beeinträchtigenden Einbußen, sondern durch das Verlangen nach Liquidität bedingt. Es gibt unter Berücksichtigung der berechtigten Liquiditätsbedürfnisse beim Vertragsmodell des Offenen Immobilienfonds keine „Verkehrswertgarantie“, die die schlechte Fungibilität der Anlageobjekte nicht berücksichtigt. Dies sollte auch regelungstechnisch deutlich werden.

Über die stärkere Berücksichtigung der realen Verkaufschancen bei der Verkehrswertermittlung würde auch entbehrlich, pauschale Abschläge bei der Anteilsrückgabe einzuführen, was stets wenig passgenau ist.

3. Liquiditätsvorschriften als Mittel zur Illiquiditätsprävention

Den Liquiditätsvorschriften kommt bei der Stabilisierung des Immobilienfonds eine zentrale Bedeutung zu. Wegen der Einschränkung der Rückgabemöglichkeiten auf einen jährlichen Termin nach Ablauf einer Kündigungsfrist gemäß § 255 Abs. 2 KAGB ist es der Kapitalverwaltungsgesellschaft künftig besser als bisher möglich, die künftigen Liquiditätserfordernisse zu planen und die Fondsverwaltung bis zu diesem Zeitpunkt hierauf abzustimmen.

Im Mittelpunkt dieser Illiquiditätsprävention steht so, dass die Kapitalverwaltung im Vorfeld der drohenden Aussetzung der Anteilsrücknahme geeignete Maßnahmen zur Vermeidung der Illiquidität ergreifen muss. Diese Maßnahmen beinhalten auch den frühzeitigen Verkauf von Immobilien ohne akuten Verkaufsdruck.

Dies ist im bisherigen Gesetzesentwurf noch nicht hinreichend deutlich genug. Es findet sich allein in § 253 Abs. 1 S. 2 KAGB der allgemeine Hinweis, dass die Kapitalverwaltungsgesellschaft sicherstellen muss, dass ausreichend Mittel für die Rücknahme von Anteilen verfügbar sind. Diese Regelung ist zu allgemein gehalten, um eine effektive Strategie zur Vermeidung der Illiquidität rechtlich abzusichern.

Es wird daher empfohlen, im Kontext der Sonderregeln für die Ausgabe und Rücknahme von Anteilen folgenden § 255 Abs. 5 KAGB (neu) aufzunehmen:

(5) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft hat auf der Grundlage der Rückgabeerklärungen gemäß Absatz 4 dafür Sorge zu tragen, dass die erforderliche Liquidität zum Rücknahmetermin gemäß Absatz 2 S. 1 vorhanden sein wird.

Dies ist eine anlass- und handlungsbezogene Konkretisierung der allgemeinen Regelungen über das Liquiditätsmanagement. Sie geht über § 254 Abs. 1 S. 3 KAGB hinaus, weil durch das Erfordernis „vorhanden sein wird“ auch der Immobilienverkauf als Mittel zur Schaffung von Liquidität erfasst wird und die Kapitalverwaltungsgesellschaft insofern

noch stärker als bisher in eine aktive Rolle gedrängt wird. Dies ist sachgerecht und praktikabel.

Infolge der Kündigungsfristen und des einmal jährlichen Rückgabetermins hat die Kapitalverwaltungsgesellschaft nämlich nunmehr viele Monate Zeit, den Tag der Anteilsrücknahme zu planen und auf die Gewährleistung der Liquidität zu diesem Zeitpunkt aktiv hinzuarbeiten. Diese Phase im Vorfeld der drohenden Aussetzung ist bedeutsam, denn sie ermöglicht die „stille“ Krisenvermeidung, ohne dass der Markt bereits sensibilisiert ist. Die Fondspraxis muss daher gesetzlich sehr stark angehalten werden, diese Phase mit dem Ziel der Vermeidung einer Aussetzung der Anteilsrücknahme zu nutzen.

4. Beschränkung der Anteilsrücknahme

Die in § 255 Abs. 2 S. 1 KAGB nunmehr zwingende Regelung, wonach die Anlagebedingungen vorsehen müssen, dass die Rücknahme von Anteilen nur zu einem bestimmten Rücknahmetermin im Kalenderjahr erfolgt, ist zur Stabilisierung des Immobilienfonds erforderlich und zu begrüßen.

Das Gleiche gilt für die künftig von allen Anlegern einzuhaltende Mindesthaltefrist von 24 Monaten gemäß § 255 Abs. 3 KAGB. Sie ist zudem neben dem Kündigungserfordernis und der Beschränkung auf einen Rücknahmetag pro Kalenderjahr ein deutliches Signal an die Anleger, dass der Offene Immobilienfonds eine eher langfristig ausgelegte Vermögensanlage ist. Die Praxis kann hierauf reagieren und verstärkt Immobilien-AG und REIT-AG als Alternative anbieten.

5. Beschränkungen der Anteilsausgabe

Gemäß § 255 Abs. 2 S. 2 KAGB bestehen auch zwingende Beschränkungen bei der Anteilsausgabe.

Auf den ersten Blick liegt es natürlich nahe, dass der Liquiditätszufluss nicht eingeschränkt werden müsse. Immerhin begründet die Liquiditätszufuhr das beste Mittel zur Abwendung der Illiquidität.

Auf der anderen Seite kommt dieser Regelung durchaus auch eine positive Funktion bei der Fondsstabilisierung zu, denn sie erleichtert das nunmehr so wichtige Liquiditätsmanagement der Kapitalverwaltungsgesellschaft und macht es konsequenterweise auch besser justizabel.

6. Unwiderrufliche Rückgabeerklärung

Gemäß § 255 Abs. 4 KAGB sind Anteilsrückgaben nunmehr nur unter Einhaltung einer Rückgabefrist von zwölf Monaten durch eine unwiderrufliche Rückgabeerklärung möglich. Diese zentrale Regelung ist zur Fondsstabilisierung erforderlich und zu begrüßen.

Hierüber wird es der Kapitalverwaltungsgesellschaft möglich, die Liquiditätserfordernisse zu planen und zur Vermeidung der Illiquidität geeignete Maßnahmen zu ergreifen, insbesondere den frühzeitigen Immobilienverkauf ohne Zeitdruck.

III. Maßnahmen zur Vermeidung der Fondsabwicklung

Jenseits der gebotenen Maßnahmen zur Fondsstabilisierung mit dem Ziel, eine Anteilsaussetzung wegen Illiquidität zu vermeiden, besteht auch das an den Gesetzgeber adressierte Gebot, die Illiquidität nicht gleichsam automatisch in die Abwicklung münden zu lassen.

Dieses Gebot ist zentral dadurch bedingt, dass die Anlegerstruktur im Fonds regelmäßig heterogen ist, so dass keinesfalls alle dasselbe Liquiditätsinteresse haben. Die langfristig orientierten Anleger müssen daher auch dadurch gestärkt werden, dass der Fonds eine reale Chance hat, nach Behebung der Liquiditätskrise fortzubestehen. Insofern sind die bisherigen Regelungen unzureichend. Sie können jedoch mit wenigen Ergänzungen systemkohärent modifiziert werden, so dass künftig die Fondsabwicklung wirklich nur als ultima ratio in Betracht kommt.

1. Rücknahmeaussetzung als letzter zulässiger Erklärungszeitpunkt

Nach dem bisherigen Konzept ist es auch nach Aussetzung der Anteilsrücknahme gemäß § 257 Abs. 1 KAGB möglich, die Rückgabe zu erklären. Hierdurch kommt es in vorhersehbarer Weise zu einem Dominoeffekt. Dies hat eine entscheidende Vorwirkung im Hinblick auf die Vermeidung der Abwicklung. Wenn aus nachvollziehbaren Gründen wegen der Aussetzung zunehmend Anleger die Rückgabe erklären, wird die Motivation geringer, den Fonds zur Verwirklichung des Interesses der durchaus noch vorhandenen langfristig orientierten Anleger aufrecht zu erhalten und allein die Rückgabewilligen zu befriedigen.

Nach dem bisherigen Konzept besteht daher nur eine sehr geringe Chance, dass eine Aussetzung der Anteilsrücknahme nicht auch in die Abwicklung gemäß § 257 Abs. 4 KAGB führt. Dieses Defizit kann man aber beheben, wenn die Aussetzung der Anteilsrückgabe gemäß § 255 Abs. 1 KAGB im Hinblick auf weitere Rückgabeverlangen die Wirkung eines Moratoriums hat. Dann steht bezogen auf den Aussetzungszeitpunkt fest, welche Anleger zu befriedigen sind, so dass die allein hierfür erforderlichen Maßnahmen ergriffen werden können. Dies ist eine präzise Handlungsvorgabe an die Kapitalverwaltungsgesellschaft. Gelingt die Beseitigung der hierdurch definierten Illiquidität, spricht nichts dagegen, die Aussetzung aufzuheben und den Fonds im Übrigen weiter bestehen zu lassen.

Es wird daher empfohlen, § 255 Abs. 4 S. 2 KAGB (neu) einzufügen:

Die Rückgabe der Anteile kann nicht erklärt werden, wenn die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft die Rücknahme der Anteile gemäß § 257 Absatz 1 Satz 1 ausgesetzt hat.

Die Anteilsausgabe sollte jedoch auch nach Aussetzung der Anteilsrücknahme zulässig sein, um Liquidität zu generieren. Insofern ist jedoch keine Änderung des Vorschlags notwendig.

2. Übertragungssperre

Nach § 255 Abs. 4 S. 2 1. Hs. KAGB können die Anteile nach der Rückgabeerklärung nicht mehr übertragen werden.

Diese Regelung ist überflüssig, wenn es um die Effektivierung der Unwiderruflichkeit geht. Die erklärte Rücknahme haftet dem Anleger an, so dass auch potentielle Erwerber hieran gebunden sind. Ein entsprechender Hinweis im Depot könnte den Erwerber schützen.

Sie ist zudem wenig überzeugend, denn sie verhindert, dass ein rückgabewilliger Anleger zur Erlangung schneller Liquidität seine Anteile am Zweitmarkt veräußert. Es kann durchaus potentielle Erwerber geben, die die gekündigten Anteile erwerben möchten.

Es wird daher empfohlen, das Übertragungshindernis gemäß § 255 Abs. 4 S. 2 1. Hs. KAGB zu streichen.

3. Streichung von § 257 Abs. 3 S. 3 KAGB

Im bisherigen Entwurf ist die aus dem InvG übernommene Regelung des § 257 Abs. 3 S. 3 KAGB erhalten geblieben. Hiernach kann 36 Monate nach der Aussetzung der Rücknahme jeder Anleger verlangen, dass ihm sein Anteil am Sondervermögen aus diesem ausgezahlt wird.

Diese Regelung ist zum einen wenig verständlich und vor allem auch sehr sanierungsfeindlich. Sieht man in der Phase nach der Anteilsaussetzung auch das Potential, die Fondsabwicklung im Ganzen zu vermeiden, wird über § 257 Abs. 3 S. 3 KAGB gerade das Gegenteil erreicht.

Die Phase nach der Aussetzung der Anteilsrückgabe muss dadurch gekennzeichnet sein, dass Interesse der bis dahin rückgabewilligen Anleger zu befriedigen und den übrigen durch adäquate Sanierungsmaßnahmen die Chance auf den Verbleib im Fonds einzuräumen. Hierzu bieten die übrigen (modifizierten) Regelungen durchaus Raum.

Es wird daher empfohlen, § 257 Abs. 3 S. 3 KAGB zu streichen.

4. Steigerung der Anlegerautonomie im Rahmen von § 257 Abs. 2 und 3 KAGB

Das Ziel, die kurz- und langfristigen Liquiditätsinteressen nach der Aussetzung der Anteilsrücknahme zu unterscheiden, wird im bisherigen Entwurf nur ansatzweise verwirklicht.

Die Regelungen gemäß § 257 Abs. 2 und 3 KAGB sind zwar im Ausgangspunkt zu begrüßen, denn sie zielen auf die Befriedigung des berechtigten Liquiditätsbedürfnisses der Rückgabewilligen. Es ist keinesfalls so, wie vielfach formuliert, dass hierüber die Anleger geschädigt oder benachteiligt würden. Eine Veräußerung unter dem Verkehrswert ist prinzipiell zulässig, um das Liquiditätsinteresse zu befriedigen. Die genannten „Abschläge“ sind auch nicht so gravierend, wie vielfach angenommen. Man muss sich nur vergegenwärtigen, dass bei einer lege artis durchgeführten und damit rechtmäßigen Bewertung bei verschiedenen Gutachtern Abweichungen von eben diesen 10 – 20 % entstehen können, was internationale Studien von RIC/IPD belegen (vgl. *Archner*, in E/D/D/H InvG, § 77 Rn. 12).

Problematisch ist allerdings, dass der Regelungsrahmen nach Aussetzung der Anteilsrücknahme bislang zu strikt ist und dadurch vielfach vorhersehbar leer läuft, wenn es darum geht, Sanierungsoptionen zu ergreifen.

Es bedarf daher einer Öffnung des Gesetzes dahingehend, dass im Zeitraum von 12 bis 36 Monaten nach Aussetzung die Anleger flexiblere Maßnahmen ergreifen können, wenn es um die Veräußerung der Immobilien zur Krisenbewältigung geht. Nur so bleibt der Mechanismus des Immobilienmarkts aufrecht erhalten, und es bieten sich besser als bislang Chancen, dass die Liquiditätsinteressen befriedigt werden können, ohne dass es zur Abwicklung des gesamten Fonds kommt.

Es wird daher empfohlen, in diesem Zeitraum verbindliche Beschlüsse der Anleger zuzulassen und § 259 Abs. 1 und 2 KAGB entsprechend zu ändern:

- (1) Die Anlagebedingungen eines Immobilien-Sondervermögens haben für den Fall der Aussetzung der Rücknahme von Anteilen gemäß § 257 vorzusehen, dass die Anleger durch Mehrheitsbeschluss von den Bestimmungen der § 257 Absatz 2 und 3 in Bezug auf den Veräußerungserlös abweichen können. Der ordnungsgemäß gefasste Beschluss ist für die Kapitalverwaltungsgesellschaft bindend.
- (2) Ein Beschluss der Anleger ist nur wirksam, wenn mindestens 30 Prozent der Stimmrechte bei der Beschlussfassung vertreten waren. § 5 Absatz 4 Satz 1 und Absatz 6 Satz 1 des Schuldverschreibungsgesetzes sowie die §§ 6 bis 20 des Schuldverschreibungsgesetzes über Beschlüsse der Gläubiger gelten für Beschlüsse der Anleger, ~~mit denen diese eine Einwilligung erteilen oder versagen,~~ mit der Maßgabe entsprechend, dass (...)

Nach diesem Konzept obliegt es gemäß § 257 Abs. 1 KAGB im ersten Jahr allein der Kapitalverwaltungsgesellschaft, die Krise zu bewältigen. Die Anleger haben insofern kein besonderes Mitspracherecht.

Nach erfolglosem Ablauf dieses Jahres wird die Anlegerautonomie gestärkt, indem ihnen die Dispositionsbefugnis über den angemessenen Preis zukommt. Da alle Anleger zur Abstimmung berufen sind, können zum Beispiel auch die bleibewilligen Anleger zustimmen, dass einige Objekte rasch mit größeren Abschlägen verkauft werden, um die Rückgabewilligen zu befriedigen und den Fonds ohne Abwicklung weiter betreiben zu können. Über das Beschlusserfordernis würde die interessenpluralistische Anlegerstruktur sachgerecht und systemkohärent in bestimmte Bahnen gelenkt.

Diese gesetzliche Regelung würde über einen Zeitraum von zwei Jahren die nötige Flexibilität schaffen, dass die Anleger mit Hilfe der Kapitalverwaltungsgesellschaft geeignete Sanierungsmaßnahmen ergreifen, die die Fondsabwicklung vermeiden. Einschließlich der Frist nach § 257 Abs. 1 KAGB und der Kündigungsfrist gemäß § 255 Abs. 4 KAGB bestehen so bis zu vier Jahre Zeit, eine Fondsabwicklung zu vermeiden. Gelingt dies nicht, ist es gerechtfertigt, gemäß § 257 Abs. 4 KAGB zwingend die Abwicklung einzuleiten.

IV. Keine weitere grundlegende Umgestaltung des Immobilienfonds geboten

Werden die vorstehend genannten Änderungen berücksichtigt, besteht derzeit kein weiterer Bedarf nach einer grundlegenden Umgestaltung der rechtlichen Rahmenbedingungen für Offene Immobilienfonds. In Auseinandersetzung mit derzeit diskutierten Vorschlägen seien insofern nur einige Aspekte erwähnt.

1. Keine weitergehende Vertragsfreiheit bei der Anteilsrückgabe

Eine weitergehende Vertragsfreiheit im Hinblick auf die Rückgabemöglichkeiten, insbesondere die Einführung von Freibeträgen und abweichenden Kündigungsfristen oder die Ausgestaltung von Mindesthaltefristen, ist abzulehnen.

Die Fondskrise hat gezeigt, dass es einer grundlegenden Neubestimmung des Offenen Immobilienfonds bedarf, welche die Fristeninkongruenz als Problem anerkennt und nicht umgekehrt die Fristentransformation als ausbaufähiges Konzept ansieht. Es ist im Einklang mit dem jetzt vorliegenden Entwurf ein klares gesetzliches Bekenntnis notwendig, dass die Anleger ihre Liquiditätsinteressen einschränken müssen, wenn sie indirekt in Immobilien investieren. Dies muss hinreichend deutlich werden, um künftige Liquiditätskrisen nebst enttäuschten Anlegererwartungen einzudämmen.

Würde man in diesem zentralen Punkt der Vertragsfreiheit (wieder) größeren Raum geben, bestünde die Gefahr, dass diese Bewusstseinsänderung auf dem Anlagemarkt nicht vollzogen wird. In der Vielzahl dann unterschiedlicher Fondsmodelle würden die Anleger kaum den Überblick behalten, bei welchem Fonds die Fristeninkongruenz wie bewältigt wird und welche Folgen dies für das Illiquiditätsrisiko des Fonds konkret bedeutet. Bei etwaigen vertraglichen Regelungen für die Zeit nach der Aussetzung gilt dies gleichermaßen.

Vor allem aber scheint es unter Präventionsaspekten als wenig hilfreich, wenn die Anlagebedingungen erst nach Aussetzung der Anteilsrückgabe im Hinblick auf die Einschränkung der Rückgabemöglichkeiten geändert werden können. Es ist überzeugender, diese gebotenen Einschränkungen im Einklang mit dem bisherigen Entwurf zwingend im Vorfeld der Aussetzung greifen zu lassen, damit es erst gar nicht zur Aussetzung kommt.

2. Keine Rücknahmeabschläge

Rückgabeabschläge sind nicht zu empfehlen. Zum einen können diese im Hinblick auf ihre Höhe stets nur eine Annäherung an das wirtschaftlich Gewollte sein. Zum anderen ist nach dem bisherigen, durch die o.g. Vorschläge ergänzten Modell des KAGB, gewährleistet, dass die Verkehrswerte bereits näher am Immobilienmarkt angesiedelt sind und die Fungibilität widerspiegeln. Eine weitergehende präventive Wirkung ist daher nicht erforderlich, um die Anteilsrückgaben einzudämmen. Zudem ist es nach der Aussetzung der Anteilsrücknahme möglich, die Immobilien unter dem Verkehrswert zu veräußern, so dass hierüber funktional bereits die mit den Abschlägen zu verwirklichenden Einbußen erreicht werden.

3. Keine Änderung der Anlagebedingungen durch Mehrheitsbeschluss, insbesondere beim Teilungsmodell und dem Modell der „Gates and Queueing“

Die Stärkung der Anlegerautonomie nach Aussetzung der Anteilsrücknahme ist sachgerecht, sollte sich jedoch auf die hier beschriebenen Gegenstände beziehen und nicht auch die Möglichkeit umfassen, die Anlagebedingungen zu ändern, mithin die grundlegende Vertragsstruktur.

Die Managementverantwortung für die Vermögensverwaltung verbleibt auch nach der Aussetzung der Anteilsrücknahme bei der Kapitalverwaltungsgesellschaft. Dies ist insbesondere wichtig, damit ggf. auch der Fortbestand des Fonds nach Befriedigung und Aus-

scheiden der Rückgabewilligen systemkohärent möglich ist. Die Stärkung der Anlegerautonomie sollte sich daher allein auf die Art der Mittelbeschaffung zur Befriedigung der Rückgabewilligen beziehen, mithin die Veräußerung der Immobilien im Rahmen von § 257 Abs. 2 und 3 KAGB.

Vor allem aber kann ein Mehrheitsbeschluss nicht rechtfertigen, dass das Fondsvermögen geteilt wird bzw. das Vermögensinteresse der Rückgabewilligen einseitig gekürzt wird, indem ihnen Rückgabeabschlüsse auferlegt werden. Dies wäre ein Verstoß gegen das Gleichbehandlungsgebot. Als Folge der pluralistischen Anlegerstruktur im Fonds im Hinblick auf kurz- und langfristige Liquiditätsinteressen ist es unzulässig, den Nettoinventarwert als einheitliche Bezugsgröße für alle Anteile aufzugeben. Auch die Anleger, die nach Aussetzung der Anteilsrücknahme im Fonds verbleiben wollen, müssen wegen ihrer Verbundenheit im strukturell pluralistisch angelegten Fonds die zur Verwirklichung des berechtigten Liquiditätsinteresses anderer Anleger erforderlichen Vermögenseinbußen hinnehmen. Umgekehrt können die kurzfristig orientierten Anleger auch nicht auf Kosten der anderen „Liquidität um jeden Preis“ verlangen.

Eine Ungleichbehandlung der Anleger in diesem Sinne kann auch nicht auf das SchVG gestützt werden. Dort ist in § 5 Abs. 2 SchVG ausdrücklich die zwingende Gleichbehandlung vorgesehen. Will man dies ändern, muss der Weg über die InsO gegangen werden.

4. Zeitliche Beschränkung der Krisenbewältigung

Es ist sachgerecht, die mittels Anlegerbeschlusses vermittelte Flexibilität nur innerhalb des zeitlichen Rahmens gemäß § 257 Abs. 2 und 3 KAGB zuzulassen, mithin maximal drei Jahre nach Aussetzung der Anteilsrücknahme.

Die Fondsschließung und auch die Abwicklung müssen eindeutig Ausnahmecharakter haben und dürfen nicht konturenlos in die Länge gezogen werden. Der Immobilienmarkt kann keine andere Beurteilung rechtfertigen. Wenn die Kapitalverwaltungsgesellschaft unter Berücksichtigung der Kündigungsfristen vor Aussetzung der Anteilsrücknahme nach dem derzeitigen Entwurf des § 257 KAGB mehrere Jahre Zeit hat, die Rückgabewilligen zu befriedigen und den Fonds danach rasch abzuwickeln, ist dies sachlich geboten.

Dass der Verkaufsdruck zunehmend steigt und der Markt hierauf durch niedrigere Preise reagiert, lässt sich niemals ausräumen, es sei denn die Liquidation dauert unendlich. Es ist aber auch keine systemwidrige Benachteiligung, wenn das – vorhandene und legitime! – Liquiditätsinteresse der Anleger durch entsprechend niedrigere Veräußerungserlöse befriedigt wird. Darauf müssen sich auch die an sich bleibewilligen Anleger einlassen, denn es ist eben eine Kollektivanlage. Eine hiervon entkoppelte „Verkehrswertgarantie“ lässt sich nach Aussetzung der Anteilsrückgabe gesetzlich nicht begründen und verwirklichen. Insofern sind durchaus Parallelen zum Insolvenzrecht angezeigt, wo auch kein Gläubiger das Recht hat, den Nominalbetrag seiner Forderung zu erlangen, wenn die Masse nicht ausreicht.

4. Teil

Abstimmung des KAGB mit allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Regeln bei der offenen und geschlossenen Investment-KG

Die Einbettung und der Ausbau des bisherigen Rechts der Publikumspersonengesellschaften in das KAGB sind zu begrüßen. Es stellt sich jedoch die besondere Herausforderung, hierbei ein mit den gesellschaftsrechtlichen Regeln kohärentes Regelwerk zu schaffen. Insofern besteht teilweise noch Verbesserungsbedarf.

I. Schriftform des Gesellschaftsvertrages (§ 125 Abs. 1 KAGB)

Die gemäß § 125 Abs. 1 KAGB geforderte Schriftform ist zu begrüßen.

Nach allgM werden Gesellschaftsverträge von Personen-Publikumsgesellschaften objektiv ausgelegt, mithin nach dem objektiven Erklärungsbefund. Dies bedeutet, dass ein hinreichend deutliches Substrat für diese Auslegung vorhanden sein muss, mithin ein schriftlicher Gesellschaftsvertrag. Der bisherigen Praxis dürfte die schriftliche Abfassung bereits weitgehend entsprechen.

Überlegenswert wäre, über die Schriftform gemäß § 125 BGB auch das Erfordernis der notariellen Beurkundung einzufordern (§ 17 BeurkG), wie es bei AG und GmbH vorherrscht. Dies wäre zwar im Hinblick auf die objektive Auslegung eine noch bessere Basis, erscheint jedoch wegen des hiermit verbundenen Aufwands und der Kosten als überzogen. Zudem besteht bei der Gründung einer Publikums-KG durch die Initiatoren idR kein Belehrungsbedarf, der die Beteiligung eines Notars rechtfertigt.

II. Unternehmensgegenstand (§ 125 Abs. 2 S. 1 KAGB)

Das in § 125 Abs. 2 S. 1 KAGB geregelte Erfordernis über den Unternehmensgegenstand der offenen Investment-KG ist zur Wahrung der Zulassungserfordernisse als Spezial-AIF legitim. Aus gesellschaftsrechtlicher Perspektive ist die Regelung jedoch zu kompliziert und missverständlich.

Es wird nicht hinreichend deutlich, wie konkret und individuell der Unternehmensgegenstand sein muss bzw. kann und ob er als gesellschaftsvertragliche Regelung auf die genannten Normen Bezug nehmen muss oder diese sogar inhaltlich wieder zu geben hat.

Die erwähnten §§ 273 – 284 KAGB sind sehr differenziert, treffen daher nicht auf jede KG zu und haben insbesondere nicht in jedem Fall Bedeutung als Konkretisierung des Unternehmensgegenstands. Dies gilt insbesondere in Bezug auf § 273 KAGB, da die dort geregelten Anlagebedingungen gemäß § 126 KAGB gerade nicht Bestandteil des Gesellschaftsvertrages sein sollen.

Besser wäre es daher, die gesetzlichen Erfordernisse an den Unternehmensgegenstand abstrakter zu formulieren und den Bezug auf die §§ 273 – 284 KAGB zu streichen.

Formulierungsvorschlag zu § 125 Abs. 1 S. 1 KAGB:

Gesellschaftsvertraglich festgelegter Unternehmensgegenstand der offenen Investmentkommanditgesellschaft muss ausschließlich die Anlage und Verwaltung

ihrer Mittel nach einer festgelegten Anlagestrategie und dem Grundsatz der Risikomischung zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage zum Nutzen ihrer Anleger sein.

III. Gesellschafterversammlungen (§ 125 Abs. 3 KAGB)

§ 125 Abs. 3 KAGB geht davon aus, dass Gesellschafterversammlungen als Präsenzveranstaltungen abgehalten werden. Dies ist im Personengesellschaftsrecht nicht zwingend, aber möglich und für die offene Investment-KG geboten.

Um dies etwas präziser auszugestalten und das Schutzanliegen nicht leerlaufen zu lassen, empfiehlt sich jedoch eine etwas detailliertere Regelung, die das Erfordernis und Ausreichen einer Präsenzversammlung deutlich macht.

Zum anderen ist zu bedenken, dass im gesetzlichen Regelfall des KG-Rechts ein Einstimmigkeitserfordernis besteht, wenn es um die Willensbildung der Gesellschafter geht. In der bisherigen Praxis der Publikums-KG wird hiervon jedoch fast ausnahmslos abgewichen, indem im Gesellschaftsvertrag das Mehrheitserfordernis etabliert wird. Das Gleiche gilt für die Modifizierung der Stimmkraft anhand der kapitalmäßigen Beteiligung und die Möglichkeit der Stimmrechtsvertretung.

Aus Gründen der Transparenz zu Gunsten der Anleger erscheint es daher geboten, eine gesetzliche Regelung aufzunehmen, wonach in den Gesellschaftsvertrag diesbezügliche Regelungen aufzunehmen sind.

Schließlich erscheint es als sachgerecht, den Anlegern einen Anspruch auf Aushändigung des Gesellschaftsvertrages zuzubilligen. Dies liefere dann synchron mit der Information über Gesellschafterbeschlüsse.

Formulierungsvorschlag zu § 125 Abs. 3 KAGB:

Der Gesellschaftsvertrag hat ferner vorzusehen,

1. dass die Willensbildung der Gesellschafter in Gesellschafterversammlungen erfolgt,
2. die Einzelheiten über die Beschlussfassung, insbesondere die erforderliche Mehrheit und die Ausübung des Stimmrechts,
3. dass Ladungen zu Gesellschafterversammlungen nur schriftlich unter vollständiger Angabe der Beschlussgegenstände erfolgen und
2. über die Ergebnisse der Gesellschafterversammlung ein schriftliches Protokoll anzufertigen ist, das den Anlegern von der offenen Investmentkommanditgesellschaft zu übersenden ist.

Formulierungsvorschlag zu § 125 Abs. 5 KAGB (neu):

Den Anlegern ist der Gesellschaftsvertrag in der jeweils geltenden Fassung auf deren Verlangen zu übersenden.

IV. Anleihebedingungen (§ 126 KAGB)

Die Differenzierung zwischen Gesellschaftsvertrag und Anleihebedingungen wurde § 96 Abs. 1 d InvG entlehnt. Auch bei der bisherigen Investmentaktiengesellschaft sind Satzung und Anleihebedingungen zu treffen.

Sinn und Zweck dieser Aufspaltung kann nur sein, eine Überfrachtung des Gesellschaftsvertrages zu verhindern und ggf. eine größere Flexibilität für nachträgliche Änderungen zu erreichen.

Gleichwohl ist wenig deutlich, welche rechtliche Bedeutung diese Anleihebedingungen konkret haben und auf welche Weise sie nachträglich geändert werden können. Vorzugswürdig wäre es daher, bei der Investment-KG die Anleihebedingungen nicht vom Gesellschaftsvertrag zu entkoppeln.

Während es bei der AG wegen der besonderen Erfordernisse an eine Satzungsänderung, insbesondere im Hinblick auf die notarielle Beurkundung gemäß § 130 AktG, sinnvoll ist, Anleihebedingungen hiervon zu trennen, ist dies bei der KG nicht gegeben. Gesellschaftsverträge können unter Wahrung der bloßen Schriftform geändert werden (§ 125 Abs. 1 KAGB), so dass die Flexibilität größer ist als bei der AG. Darüber hinaus ist es sachgerecht, die Anleihebedingungen unter die Änderungskompetenz der Anleger-Gesellschafter zu fassen, da hierüber ihre Rechte und Interessen unmittelbar definiert werden. Insofern bietet es sich an, § 126 KAGB wie folgt zu ändern:

Formulierungsvorschlag zu § 126 KAGB:

Die Anlagebedingungen sind notwendiger Bestandteil des Gesellschaftsvertrags der Investmentkommanditgesellschaft.

V. Unmittelbare Beteiligung der Anleger (§ 127 Abs. 1 S. 2 KAGB)

Nach § 127 Abs. 1 S. 2 KAGB dürfen sich die Anleger nur unmittelbar als Kommanditist beteiligen. Treuhandlösungen sind anders als bei der geschlossenen Investment-KG gemäß § 152 Abs. 1 KAGB konsequenterweise verboten.

Ein sachlicher Differenzierungsgrund, warum aus Gründen der Transparenz allein bei der Investmentkommanditgesellschaft Treuhandlösungen ausgeschlossen sind, ist nicht ersichtlich. Gerade ausländische professionelle und semi-professionelle Anleger aus dem Bereich der über dieses Vehikel adressierten Pensionsfonds haben möglicherweise ein Interesse, nicht unmittelbar die Gesellschafterrechte wahrzunehmen. So können auf diesem Feld gerade inländische Treuhänder geschäftlich tätig werden, ohne dass dies nachteilig wäre.

Es wird daher empfohlen, das Verbot der Treuhandgestaltungen bei § 127 Abs. 1 S. 2 KAGB aufzuheben und insofern einen Gleichlauf mit der geschlossenen Investment-KG gemäß § 152 Abs. 1 KAGB herzustellen.

VI. Einlagenrückgewähr an Kommanditisten (§ 127 Abs. 2 KAGB)

§ 127 Abs. 2 KAGB verlangt die Zustimmung des Kommanditisten bei der Einlagenrückgewähr und Ausschüttungen, soweit ein Aufleben der Haftung gemäß § 172 Abs. 4 HGB droht. Zudem ist der Kommanditist vorab auf diese mögliche Folge hinzuweisen.

Das hiermit verfolgte Schutzanliegen, die Kommanditisten vor nicht vorhersehbaren Haftungen zu schützen, ist zu begrüßen. Die gesetzgeberische Umsetzung ist derzeit jedoch zu ungenau: Es wird nicht deutlich, welche Bedeutung die Zustimmung hat. Es wird nicht deutlich, wie konkret der vorherige Hinweis sein muss. Schließlich berücksich-

tigt die Regelung nicht ausreichend die Wertung von § 172 Abs. 5 HGB, wonach sich im guten Glauben bezogene Gewinne nicht auf die Kommanditistenhaftung auswirken.

Man sollte daher das Schutzanliegen, den Kommanditisten vor unliebsamen Überraschungen zu schützen, aus Gründen der Rechtssicherheit allein dadurch verwirklichen, dass die Kommanditisten vor jeder Rückgewähr der Einlage bzw. einer Ausschüttung abstrakt auf das mögliche Wiederaufleben der Haftung hingewiesen werden. Dann hat es jeder Kommanditist in der Hand, ggf. die Annahme zu verweigern oder unter Bezug auf die Bilanz gutgläubig einen Gewinn zu beziehen.

Es wird daher empfohlen, § 127 Abs. 2 KAGB wie folgt zu fassen:

Vor der Rückgewähr der Einlage oder einer Ausschüttung ist der Kommanditist darauf hinzuweisen, dass er den Gläubigern der Gesellschaft unmittelbar haftet, soweit die Einlage durch die Rückgewähr oder Ausschüttung zurückbezahlt wird.

VII. Nachschusspflichten (§ 127 Abs. 3 KAGB)

Über § 127 Abs. 3 KAGB soll der Anleger zwingend vor Nachschusspflichten geschützt werden. Das ist im Einklang mit dem Personengesellschaftsrecht sachgerecht, gesetzestechnisch jedoch ungenau und redundant formuliert. So ist der Kommanditist zum Beispiel mit seiner Einlage sehr wohl verpflichtet, Verluste mitzutragen; es besteht nur keine darüber hinausgehende Pflicht zur Verlusttragung.

Zudem ist fraglich, warum § 707 BGB bei der offenen Investment-KG anders als bei der normalen KG oder der geschlossenen Investment-KG zwingend sein soll. Es kann möglicherweise auch hier das Bedürfnis bestehen, dass sich ein Kommanditist (freiwillig) bereit erklärt, unter besonderen Voraussetzungen weitere Beiträge zu leisten.

Es wird daher empfohlen, § 127 Abs. 3 KAGB wie folgt zu fassen:

Der Anspruch der offenen Investmentkommanditgesellschaft gegen einen Kommanditisten auf Leistung der Einlage erlischt, sobald er seine Kommanditeinlage erbracht hat. Die Kommanditisten sind nicht verpflichtet, entstandene Verluste darüber hinaus auszugleichen (§ 707 BGB).

VIII. Eintritt eines Kommanditisten (§ 127 Abs. 4 KAGB)

§ 127 Abs. 4 KAGB verhindert beim Eintritt eines Kommanditisten überzeugend die drohende Haftung gemäß § 176 Abs. 2 HGB, indem er zwingend unter einer aufschiebenden Bedingung der Registereintragung erfolgt.

Im Rahmen von § 176 Abs. 2 HGB ist seit langem umstritten, ob die Regelung auch beim „Eintritt“ über den Erwerb einer bereits bestehenden Kommanditbeteiligung gilt. Der BGH hat dies im Jahr 1983 bejaht (BGH, NJW 1983, 2259), so dass trotz der einhelligen Kritik an diesem Urteil die Unsicherheit besteht, dass der Kommanditistenwechsel vor Eintragung die unbeschränkte Haftung nach sich zieht.

Um dies zu verhindern, wird empfohlen, § 127 Abs. 4 KAGB um einen Satz 2 wie folgt zu ergänzen:

„Das Gleiche gilt beim Erwerb einer bestehenden Kommanditbeteiligung.“

IX. Geschäftsführerpflichten (§ 128 Abs. 1 Nr. 1 KAGB)

Die Geschäftsführer sind hiernach verpflichtet, im ausschließlichen Interesse der Gesellschafter und der Integrität des Marktes zu handeln.

Die Wahrung der Gesellschafterinteressen fügt sich nicht in personen- und kapitalgesellschaftsrechtliche Argumentationsmuster ein. Die Organe einer jeden Gesellschaft sind (mit Ausnahme der Genossenschaft, vgl. § 1 Abs. 1 GenG) verpflichtet, das Gesellschaftsinteresse zu wahren bzw. den überindividuellen Gesellschaftszweck und nicht das ggf. abweichende Individualinteresse der Gesellschafter. Die Mitgliederinteressen sind so im Verbandszweck aggregiert, dass eine Ungleichbehandlung einzelner Gesellschafter vermieden wird und im Rahmen der Kapitalbindung z.B. auch Gläubigerinteressen mitberücksichtigt werden.

Kapitalmarktrechtlich mag dies anders zu beurteilen sein, vgl. insoweit bereits die identische Formulierung bei der jetzigen Investment-AG gemäß § 106 S. 1 Nr. 1 InvG. Verbandsrechtlich sollte jedoch über die Verwendung von Gesellschaftsformen als Kollektivanlageform kein Paradigmenwechsel herbeigeführt bzw. Unterstützt werden. Dies hätte nicht absehbare Folgen für die rechtliche Ausgestaltung der Binnenorganisation von Gesellschaften.

Es wird daher empfohlen, in § 128 Abs. 1 Nr. 1 KAGB die Worte „Interesse der Gesellschafter“ durch die Formulierung „Gesellschaftsinteresse“ zu ersetzen.

X. Interessenkonflikte (§ 128 Abs. 1 Nr. 3 KAGB)

Nach § 128 Abs. 1 Nr. 3 KAGB haben sich die Geschäftsleiter um die Vermeidung von Interessenkonflikten zu bemühen und, wenn diese sich nicht vermeiden lassen, dafür zu sorgen, dass unvermeidbare Konflikte unter der gebotenen Wahrung der Interessen der Gesellschafter gelöst werden.

Diese Regelung ist wegen der Wortwahl „zu bemühen“ und „unter der gebotenen Wahrung“ kaum justiziabel und damit praktisch nahezu irrelevant. Generell gilt, dass Organwalter sich bei der Ausübung ihrer Organpflichten nicht illoyal verhalten dürfen. Dieses wichtige Postulat droht, ebenso wie bei der bereits jetzt geltenden Regelung zur Investment-AG (vgl. § 106 S. 1 Nr. 3 InvG), aufgeweicht zu werden, was dem Anlegerinteresse widerspricht.

Es wird daher empfohlen, die Regelung völlig zu streichen und damit dem allgemeinen Pflichtenprogramm des Gesellschaftsrechts unter starker Betonung der Loyalitätspflicht Raum zu belassen.

XI. Abberufung von Liquidatoren (§ 129 Abs. 2 S. 2 KAGB)

Nach § 129 Abs. 2 S. 2 KAGB findet § 147 HGB keine Anwendung. Diese Norm regelt die Abberufung von Liquidatoren durch Gesellschafterbeschluss oder durch das Gericht.

Es wird auch in der Gesetzesbegründung nicht deutlich, welchen Zweck diese Regelung hat. In der Abwicklung einer offenen Investment-KG besteht durchaus das Bedürfnis, die Abwickler abuberufen. Dies ist auch dann nicht obsolet, wenn die Verwaltung des Anla-

gevermögens auf die Verwahrstelle übergeht. Die Abwicklung der KG deckt sich nicht völlig mit der Verwaltung des Anlagevermögens.

Es wird daher empfohlen, § 129 Abs. 2 S. 2 KAGB zu streichen.

XII. Haftungsmäßige Trennung gemäß Teilgesellschaftsvermögen (§ 132 Abs. 6 KAGB)

Die haftungsmäßige Beschränkung der Kommanditisten auf das jeweilige Teilgesellschaftsvermögen ist zu begrüßen, in der Praxis jedoch möglicherweise nicht einfach handhabbar. Zudem können die Gläubiger nicht wissen, welche Kommanditisten auf welches Teilgesellschaftsvermögen bezogen sind. Dies könnte unnötige Rechtsstreitigkeiten provozieren.

Es ist daher zu empfehlen, in die Handelsregistereintragung gemäß § 162 Abs. 1 HGB bei der offenen Investment-KG auch zumindest einen entsprechenden pauschalen Hinweis auf diese besondere Haftungsbeschränkung aufzunehmen, wenn Teilgesellschaftsvermögen gebildet werden.

Empfohlen wird daher die Ergänzung von § 132 Abs. 5 KAGB um Satz 4:

„Es wurden Teilgesellschaftsvermögen gebildet; die Haftung der Kommanditisten ist auf die Verbindlichkeiten des sie jeweils betreffenden Teilgesellschaftsvermögens beschränkt.“

XIII. Abfindungsanspruch des Kommanditisten (§ 133 Abs. 1 S. 1 KAGB)

Die Kündigung führt nach dem derzeitigen Entwurf zu einem Anspruch auf Abfindung in Bezug auf das „Gesellschaftsvermögen“. Dies ist ungenau, wenn Teilgesellschaftsvermögen gebildet wurden.

Es wird daher empfohlen, § 133 Abs. 1 S. 1 KAGB wie folgt zu ändern:

„Gesellschafts- bzw. Teilgesellschaftsvermögens“

XIV. Kein Wiederaufleben der Haftung nach Ausscheiden (§ 133 Abs. 2 KAGB)

Nach § 133 Abs. 2 führt die Abfindung entgegen § 172 Abs. 4 HGB nicht zu einem Wiederaufleben der Haftung.

Diese Regelung ist im Hinblick auf die Interessen des ausscheidenden Anlegers nachvollziehbar, birgt jedoch für die verbleibenden Gesellschafter und später Hinzutretende auch Risiken.

Die verbleibenden Gesellschafter werden hierdurch nämlich abweichend von der bis dahin geltenden Gleichbehandlung in Bezug auf die wirtschaftlichen Risiken einseitig belastet. Dies erscheint als problematisch, wenn in der Abfindung Gläubigerpositionen nicht berücksichtigt wurden.

XV. Vorlage des Jahresberichts (§ 137 KAGB)

Nach § 137 KAGB ist der Jahresbericht einem Anleger auf Anfrage vorzulegen.

Diese Regelung ist zu wenig auf § 166 HGB abgestimmt.

Empfohlen wird daher folgende Änderung:

„Der Anleger ist berechtigt, eine Mitteilung des Jahresberichts zu verlangen.“