

Deutscher Bundestag  
 Finanzausschuss  
 z. Hd. Frau Ingrid Arndt-Brauer  
 Vorsitzende  
 Platz der Republik 1  
 11011 Berlin

15. Mai 2014

**Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes zur Anpassung von  
 Gesetzen auf dem Gebiet des Finanzmarktes  
 (BT-Drs. 18/1305)**

Sehr geehrte Frau Arndt-Brauer,

im folgenden regen wir einige wenige, u. E. jedoch wichtige und notwendige Klarstellungen und redaktionelle Änderungen des Gesetzentwurfs vom 05.05.2014 an. Bedingt durch den sehr großen Umfang des AIFM-Umsetzungsgesetzes mit seinen vielen Regelungen und Verweisen kommt es naturgemäß zu Korrekturbedarf. Bei einigen, teilweise auch neuen Regelungen wurden nach Inkrafttreten des KAGB schon diverse Auslegungsfragen des Wortlauts aufgeworfen, die u. E. aus noch zu unspezifischen Begriffsbestimmungen und Angaben resultieren, die es zu klären gilt. Hierzu gehören nach unserer Auffassung insbesondere

- Die eindeutige Bestimmung des Geltungsbereichs der sog. **KWG-Bereichsausnahme** im Hinblick auf Investmentvermögen, die nach dem KAGB vertrieben werden dürfen (Punkt 1.1)
- Die Abgrenzung von **Notfallkündigungsrechten** bei geschlossenen Fonds gegenüber Rücknahmerechten gemäß EU-Verordnung zur Definition offener und geschlossener Fonds (Punkt 2.1)
- Die Klarstellung der Beschreibung der **zulässigen Vermögensgegenstände** von geschlossenen Publikums-AIF (Punkt 2.3)

Mit den nachfolgenden redaktionellen Änderungsvorschlägen möchten wir dazu beitragen, diverse aufgekommene Auslegungsfragen zu klären und damit die Rechtssicherheit für Verwalter, Anleger und Vertriebe sowie den Anlegerschutz und die Praktikabilität der Bestimmungen insgesamt zu erhöhen.



DEUTSCHE FINANCE GROUP  
 INSTITUTIONAL INVESTMENTS

elb **fonds**  
 EMISSIONSHAUS HAMBURG



**kapital**-markt  
 intern



PI Pro-Investor

KÖNIG & CIE.  
 EMISSIONSHAUS.COM

PROJECT



Fondshaus im Norden

WATTNER  
 IN ENERGIE INVESTIEREN

## Inhaltsverzeichnis

1. Artikel 1 – Änderung des Gesetzes über das Kreditwesen (KWG).....	2
1.1. Klarstellung des Geltungsbereichs der KWG-Bereichsausnahme .....	2
1.2. Begründung .....	2
2. Artikel 1 – Änderung des Kapitalanlagegesetzbuchs.....	5
2.1. Genauere Abgrenzung von Notfallkündigungsrechten bei geschlossenen Fonds gegenüber Rücknahmerechten .....	5
2.2. Begründung .....	5
2.3. Zulässige Vermögensgegenstände für geschlossene Publikums-AIF.....	8
2.4. Begründung .....	9

### 1. Artikel 1 – Änderung des Gesetzes über das Kreditwesen (KWG)

#### 1.1. Klarstellung des Geltungsbereichs der KWG-Bereichsausnahme

Nr. 3b) zur Änderung des § 2 Abs. 6 Nr. 8 KWG wird wie folgt gefasst (Änderungen gegenüber dem Gesetzentwurf rot und fett markiert):

**aa)** In Absatz 6 Nummer 8 werden die Wörter "Anlage- und Abschlussvermittlung" durch das Wort "Anlagevermittlung" ersetzt.

**(neu: bb)** Nach der Angabe "eine Erlaubnis nach den §§ 20, 21 oder §§ 20, 22 des Kapitalanlagegesetzbuchs erhalten hat" wird die Angabe "**oder bei der Bundesanstalt als AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft gemäß § 44 Kapitalanlagegesetzbuch registriert ist**" eingefügt.

#### 1.2. Begründung

Die sog. KWG-Bereichsausnahme gemäß § 2 Abs. 6 Nr. 8 KWG (zuletzt geändert durch Art. 18 des AIFM-Umsetzungsgesetzes/AIFM-UmsG vom 04.07.2013, BGBl I S. 1981) kann in ihrer vorliegenden jüngsten Fassung bei entsprechender Auslegung zu einer doppelten, offenkundig nicht beabsichtigten Diskriminierung führen: Einerseits von nach dem KAGB registrierten KVGen sowie andererseits von Finanzanlagenvermittlern gemäß § 34f Gewerbeordnung, die auch mit dem vorliegenden Gesetzentwurf nicht beseitigt wird. **Ohne weitere Klarstellung entsteht hierdurch eine Rechtsunsicherheit, die nicht zuletzt unerwünschte Anreize für Ausweichbewegungen in schwächer regulierte Bereiche schafft.**

Zur Behebung dieser Regelungslücke schlagen wir die oben dargestellte redaktionelle Ergänzung der Nr. 3b) des Artikel 1 des Gesetzentwurfs vor, mit der die sog. Bereichsausnahme gemäß § 2 Abs. 6 Nr. 8 KWG in ihrem Wortlaut genauer gefasst wird. Hiermit wird eine Klarstellung dahingehend erreicht, dass auch registrierte KVGen gemäß § 44 KAGB, die vom bloßen Wortlaut der Bereichsausnahme aufgrund der letzten Anpassung nicht erfasst werden, darunter fallen.

**Diese redaktionelle Änderung dient dabei lediglich im Wege einer Klarstellung der Beibehaltung des Status Quo hinsichtlich des Geltungsbereichs der sog. Bereichsausnahme nach der Änderung durch das AIFM-Umsetzungsgesetz vom 04.07.2013.** Vor der Anpassung durch das AIFM-Umsetzungsgesetz war der Vertrieb von Vermögensanlagen wie bspw. geschlossener Fonds im Rahmen der Bereichsausnahme ohne spezifische Einschränkung hinsichtlich der Zulassung der jeweiligen Emissionshäuser möglich. Dies resultierte zudem auch daraus, dass solche Anbieter bis dahin keine formale Zulassung der BaFin benötigten, sondern die jeweiligen Produkte dieser Anbieter im Wege einer Gestattung der Verkaufsprospekte durch die BaFin reguliert waren.

Obwohl nun mit der Einführung des Kapitalanlagegesetzbuches das Regulierungsniveau im Bereich dieser Produkthanbieter und ihrer Produkte generell deutlich erhöht wurde, führen die Änderungen durch das AIFM-Umsetzungsgesetz am Wortlaut der KWG-Bereichsausnahme vom 04.07.2013 zu einer Rechtsunsicherheit dahingehend, ob der Vertrieb eines AIF von gemäß § 44 registrierten KVG in den Geltungsbereich der KWG-Bereichsausnahme fällt.

Eine negative bzw. restriktive Auslegung würde ein Zurückfallen hinter den Status Quo bedeuten. Da dieses jedoch durch den Gesetzgeber wie nachfolgend dargestellt aus mehreren Gründen nicht beabsichtigt war, ist nach unserer Auffassung die oben dargestellte redaktionelle Anpassung erforderlich, um die Rechtssicherheit in diesem wichtigen Punkt zu gewährleisten und die Regelungslücke zu beseitigen:

- In der Begründung zum AIFM-Umsetzungsgesetz heißt es wörtlich zur letzten Änderung der KWG-Bereichsausnahme:

*"Die Änderung dient der redaktionellen Anpassung an die durch das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) geänderten Begriffsbestimmungen. Der materielle Regelungsgehalt hat sich nicht geändert. (...)"* (AIFM-Umsetzungsgesetz, Drs. 17/12294, Seite 315, Begründung, Besonderer Teil, Zu Artikel 18 Änderung des KWG, Buchstabe b, cc, bbb)

Hieraus geht u. E. klar hervor, dass eine eventuelle Einschränkung der Auswahl der Fonds bzw. AIF, die unter dem KAGB mit einer Erlaubnis nach § 34f Gewerbeordnung vertrieben werden können, je nach Status des AIFM nicht Intention des Gesetzgebers war und ist.

- Analog hierzu knüpft als Pendant auch der neue Wortlaut von § 34 f Abs. Nr. 2 GewO hinsichtlich des Geltungsbereichs der Bereichsausnahme richtigerweise nicht an den Status der KVG an, sondern an den Tatbestand, dass ein AIF nach dem Bestimmungen des KAGB vertrieben werden darf.

Demnach handelt es sich hierbei bei den die Vertriebslaubnis umfassenden Produkten gemäß Wortlaut des § 34f Abs. 1 Nr. 2 um *"Anteile oder Aktien an inländischen geschlossenen Investmentvermögen, geschlossenen EU-Investmentvermögen oder ausländischen geschlossenen Investmentvermögen, die nach dem Kapitalanlagegesetzbuch vertrieben werden dürfen"*.

Auch durch diese Formulierung kommt u. E. klar zum Ausdruck, dass es nicht die Intention des Gesetzgebers war und ist, den Produktbereich, den Finanzanlagenvermittler innerhalb des KAGB im Umfang ihrer Erlaubnis vertreiben dürfen, weiter einzuschränken. Auch aus diesem Grund ist die vorgeschlagene Klarstellung zur Wahrung der Kohärenz der verschiedenen Bestimmungen dringend erforderlich.

- Ferner ist darauf hinzuweisen, dass Finanzanlagenvermittler mit einer Erlaubnis nach § 34f GewO nach der jetzigen Fassung der KWG-Bereichsausnahme weiterhin Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Absatz 2 des Vermögensanlagengesetzes vertreiben dürfen, obwohl diese deutlich geringer reguliert sind, als Produkte, die gemäß KAGB vertrieben werden dürfen. Auch aus dieser möglichen Regulierungs-Asymmetrie wird ersichtlich, dass die o. g. Klarstellung zur Schließung einer Regelungslücke erforderlich ist und erstere nicht der Intention des Gesetzgebers entspringt.

**Daher gilt es, im Sinne des Anlegerschutzes keine Anreize für Ausweichbewegungen in schwächer regulierte Bereiche außerhalb des KAGB zu schaffen:**

Vor allem ist darauf zu verweisen, dass es auch unter Gesichtspunkten des Anlegerschutzes nicht gerechtfertigt erscheint, Produkte bzw. AIF von Kapitalverwaltungsgesellschaften nach § 20, 22 KAGB und von registrierten Kapitalverwaltungsgesellschaften nach § 44 KAGB unterschiedlich hinsichtlich ihrer Vertriebsanbindung zu qualifizieren, da diese AIF bekanntlich hinsichtlich der Gestattung ihrer Anlagebedingungen durch die BaFin sowie hinsichtlich sonstiger wichtiger Anforderungen durch das KAGB denselben Standards unterliegen, insbesondere bei der Verwahrstelle sowie den Bewertungsverfahren.

Gleiches gilt vice versa für Finanzanlagenvermittler gemäß § 34f GewO, die u. a. hinsichtlich ihrer Beratungstätigkeit mittlerweile denselben Anforderungen wie KWG-regulierte bzw. Bankvertriebe unterliegen. Denn Finanzanlagenvermittler mit einer Erlaubnis nach § 34f GewO müssen:

- Sachkunde nachweisen (jeder Berater mit Kundenkontakt, PoS-Prinzip)
- persönliche Zuverlässigkeit und geordnete Vermögensverhältnisse nachweisen
- zentral und öffentlich registriert sein
- sämtliche WpHG-Pflichten erfüllen
- eine Vermögensschadenhaftpflichtversicherung nachweisen
- durch eine jährliche WP-Prüfung (§ 24 FinVermV/FinHonV, IDW EPS 840) die Einhaltung der Beratungs- und Dokumentationspflichten gegenüber der Erlaubnisbehörde umfassend testieren lassen

**Hieraus wird ersichtlich, dass es zwischen den verschiedenen Vertriebswegen 'KWG-/Bankvertrieb' und 'Freier Vertrieb' inzwischen keine Regulierungsgefälle mehr gibt.** Vor diesem Hintergrund wäre eine restriktive Auslegung der KWG-Bereichsausnahme im Hinblick auf KAGB-Investmentvermögen, die mit § 34f GewO vertrieben werden dürfen (keine AIF von registrierten KVG, de minimis) durch die BaFin auch aus folgenden Gründen sachlich nicht gerechtfertigt. Eine restriktive Auslegung

- führt zu einem faktischen Vertriebsverbot für registrierte KVG, die unter 'de minimis' fallen (vom Gesetzgeber nicht intendiert, siehe analog die korrekte Anpassung des § 34f GewO )
- schafft starke und unerwünschte Anreize für Ausweichbewegungen in schwächer regulierte Bereiche für die Vermittler und konterkariert damit den Anlegerschutzgedanken des KAGB für die Vermittler
- verfestigt strukturelle Inkonsistenzen im Zusammenwirken des KAGB mit anderen Gesetzen bzw. Benachteiligung von hoch regulierten Investmentvermögen (Vertrieb von Vermögensanlagen dagegen mit § 34f Nr. 3 möglich)
- berücksichtigt nicht, dass AIF von registrierten KVG den gleichen Anlegerschutzbestimmungen wie AIF von KVG mit Voll-Lizenz unterliegen (Verwahrstelle, Bewertungsvorschriften, Anlagebedingungen)

## 2. Artikel 1 – Änderung des Kapitalanlagegesetzbuchs

### 2.1. Genauere Abgrenzung von Notfallkündigungsrechten bei geschlossenen Fonds gegenüber Rücknahmerechten

Nr. 32 zur Änderung des § 161 KAGB wird wie folgt gefasst (Änderungen gegenüber dem Gesetzentwurf rot und fett markiert):

- a) Der folgende Absatz 1 wird eingefügt:  
"(1) Das Recht zur ordentlichen Kündigung besteht bei der geschlossenen Investmentkommanditgesellschaft nicht."
- b) Die bisherigen Absätze 1 bis 3 werden die Absätze 2 bis 4.
- c) **Im neuen Absatz 2 werden nach Satz 2 folgende Sätze eingefügt:**

***"Ein zur außerordentlichen Kündigung berechtigender wichtiger Grund liegt vor und gilt nicht als Rücknahmemöglichkeit im Sinne von Artikel 1 Absatz 2 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. [...] /2014 der Kommission vom 17. Dezember 2013 zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf technische Regulierungsstandards zur Bestimmung der Arten von Verwaltern alternativer Investmentfonds (ABl. L [...] vom [...], S. [...]), wenn der betreffende Gesellschafter oder Treugeber zum Zeitpunkt der Kündigungserklärung seit mindestens einem Jahr arbeitslos gemeldet ist und die Arbeitslosigkeit nach dem Zeitpunkt des Beitritts eingetreten ist, oder wenn der betreffende Gesellschafter oder Treugeber zum Zeitpunkt der Kündigungserklärung erwerbsunfähig im Sinne der gesetzlichen Rentenversicherung ist, sofern er sich jeweils in einer wirtschaftlichen Notlage befindet. Ein wichtiger Grund tritt unter anderem auch dann ein, wenn beim Gesellschafter nach Maßgabe des Sozialen Entschädigungsrechtes und nach dem Schwerbehindertenrecht (Teil 2 SGB IX) ein Grad der Behinderung (GdB) oder eine Minderung der Erwerbsfähigkeit (MdE) von 50 oder mehr während der Laufzeit der Gesellschaft erreicht wird und dieser sich in einer wirtschaftlichen Notlage befindet. Sofern geschlossene Investmentkommanditgesellschaften, die vor dem 22.07.2013 aufgelegt wurden, vergleichbare Bestimmungen zur außerordentlichen Kündigung in ihren Gesellschaftsverträgen und Emissionsunterlagen vorsehen, gelten diese nicht als Rücknahme im Sinne von Artikel 1 Absatz 2 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. [...] /2014 der Kommission vom 17. Dezember 2013 zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf technische Regulierungsstandards zur Bestimmung der Arten von Verwaltern alternativer Investmentfonds (ABl. L [...] vom [...], S. [...])."***

### 2.2. Begründung

Die neu in deutsches Recht bzw. im KAGB umzusetzende Definition zur Abgrenzung offener/geschlossener Fonds droht bei einer sehr engen Auslegung (insbesondere durch ein faktisches Verbot im Bereich der Kündigungsmöglichkeiten durch den Anleger) den Anlegerschutz bei geschlossenen Fonds in erheblichem Umfang zu reduzieren. Davon betroffen sind nicht nur neu beitretende Anleger, die wissen auf was sie sich einlassen, sondern auch vor dem Inkrafttreten des KAGB aufgelegte geschlossene Fonds und somit teilweise vor Jahren beigetretene Anleger. Hier sollte eine Rückwirkung auf bereits geschlossene Fonds verhindert werden und durch den Erhalt von klar definierten Notfall-Kündigungsrechten bspw. bei langfristiger Ar-

beitslosigkeit, schwerer Erkrankung etc. möglichst auch künftig dem Anlegerschutz Rechnung getragen werden.

Der Formulierungsvorschlag zur Anpassung von § 161 KAGB dient daher folgenden Zielen:

- **Rechtssicherheit** durch die Abgrenzung außerordentlicher Notfallkündigungsrechte auf der einen Seite von Rückgabemöglichkeiten gemäß EU-Verordnung auf der anderen Seite (Legaldefinition einer Kündigung aus wichtigem Grund).
- **Aufrechterhaltung des bisherigen Anlegerschutzniveaus** (Beibehaltung von Härtefallklauseln) bei neuen AIF und Bestandsfonds (Beibehaltung Status quo, Verhinderung einer Rückwirkung).

### **Ordentliche und außerordentliche Kündigungsrechte bei geschlossenen Fonds – Rechtslage und Status quo:**

Geschlossene Fonds werden entweder mit einer Fondsgesellschaft aufgelegt, die auf unbestimmte Zeit angelegt ist, oder mit einer Gesellschaft, die zu einem festgelegten Datum liquidiert wird. Oft kann es aus steuerrechtlichen oder wirtschaftlichen Gründen sinnvoll sein, die Dauer einer Fondsgesellschaft zeitlich z. B. auf die Laufzeit eines Betreiber-, Miet-, Lizenz- oder Leasingvertrages zu beschränken.

- Bei einer Gesellschaft, die auf unbestimmte Zeit angelegt ist, haben die Gesellschafter einer KG ein ordentliches (gesetzliches) Kündigungsrecht zum Schluss jeden Geschäftsjahres mit sechsmonatiger Kündigungsfrist, resultierend aus § 132, 161 Abs. 2 HGB sowie aus § 723 BGB.
- Bei einer Fondsgesellschaft, die auf eine bestimmte Zeit angelegt ist, besteht kein ordentliches (gesetzliches) Kündigungsrecht.

In der Praxis wird bei Fondsgesellschaften, die auf **unbestimmte Zeit** angelegt sind, i. d. R. das ordentliche (gesetzliche) Kündigungsrecht bis auf einen bestimmten Termin (prognostiziertes Ende der Laufzeit) ausbedungen, d. h. für die Anleger ist eine Kündigung erstmals mit Ablauf eines festgelegten Datums möglich, i. d. R. nach 10 oder 15 Jahren. Das Recht zur außerordentlichen Kündigung aus wichtigem Grund bleibt hierbei unberührt.

Ist bspw. bei Fondsgesellschaften, die auf **bestimmte Zeit** angelegt sind, kein ordentliches Kündigungsrecht im Gesellschaftsvertrag geregelt, hat der KG-Gesellschafter gemäß §§ 133 Abs. 1, 161 Abs. 2 HGB nur das Recht zur Klage auf Auflösung der Gesellschaft, wenn ein wichtiger Grund besteht. Gemäß § 133 Abs. 3 HGB darf dieses Recht gesellschaftsvertraglich nicht ausgeschlossen oder beschränkt werden. In der Praxis ist es aber sinnvoll und üblich, das Recht auf Auflösungsklage gesellschaftsvertraglich durch ein Kündigungsrecht aus wichtigem Grund mit der Rechtsfolge des Ausscheidens des Kündigenden zu ersetzen. Eine solche Regelung wird ganz überwiegend nicht als Verstoß gegen § 133 Abs. 3 HGB verstanden, da die Durchführung eines Kündigungsrechtes einfacher ist als eine Auflösungsklage (vgl. Lüdicke/Arndt, Geschlossene Fonds, München 2007, S. 52f).

Zudem hat sich die aus Anlegerschutzsicht zu begrüßende Praxis herausgebildet, die Möglichkeit zur außerordentlichen Kündigung aus wichtigem Grund konkret zu spezifizieren (sog. Härtefallklauseln). Dies ist nicht zuletzt auch bei solchen Fonds sinnvoll, bei denen die Einlageverpflichtungen der Anleger über einen längeren Zeitraum gestundet sind (Ansparkonzepte). Gemeinsam ist diesen Notfallkündigungsrechten bzw. Härtefallklauseln, dass sie per se nicht pauschal jedem Anleger zustehen und somit eine Rücknahmemöglichkeit darstellen, sondern an

ganz bestimmte subjektive Tatbestandsvoraussetzungen anknüpfen, die vom Anleger jedoch objektiv nachgewiesen werden müssen. Hierzu zählen insbesondere das Bestehen einer wirtschaftlichen Notlage aufgrund von Ereignissen nach Zeichnung der Beteiligung bspw. aufgrund von

- längerer Arbeitslosigkeit
- schwerer Erkrankung
- Erwerbsunfähigkeit/Erwerbsminderung
- Behinderung.

Oft sind sog. Härtefallklauseln auch durch eine Maximal-Quote pro Jahr bezogen auf das gesamte Nominalkapital auf Ebene der Gesellschaft eingeschränkt. Bei Ansparkonzepten besteht darüber hinaus die Möglichkeit, die Ansparleistung (Stundung der Einlage) auszusetzen und das Auseinandersetzungsguthaben zu einem späteren Zeitpunkt auszukehren (Karenzfrist). Hierdurch wird ein aus Anlegerschutzgesichtspunkten sinnvoller Interessenausgleich geschaffen: Die Fondsgesellschaft kann nicht durch unvorhersehbare Liquiditätsrisiken belastet werden, während gleichzeitig der in Not geratene Gesellschafter wirksame Hilfe erhält.

#### **Änderung der Rechtslage durch das KAGB und die EU-Verordnung zur Abgrenzung von offenen und geschlossenen Fonds:**

Durch die von EU-Kommission und ESMA im Dezember 2013 neu definierte Abgrenzung von offenen und geschlossenen Fonds führen fortan **Rücknahmemöglichkeiten** grds. dazu, dass Fonds als 'offen' im Sinne der AIFM-Richtlinie gelten.

Hierdurch ist es notwendig geworden, Rücknahmemöglichkeiten von Notfallkündigungsrechten abzugrenzen. Dies geschieht durch den oben aufgeführten redaktionellen Änderungsvorschlag, der eine eng umrissene und an objektive Kriterien gebundene Legal-Definition des Notfallkündigungsrechtes aus wichtigem Grund enthält, ohne dass hierdurch Umgehungstatbestände oder eine unzulässige Sonderbehandlung von einzelnen Gesellschaftern entstehen.

Unterbleibt dies wie bisher im vorliegenden Gesetzentwurf, drohen zwei für den Anlegerschutz nachteilige Konsequenzen:

- Neue AIF werden (wie jetzt schon im Rahmen laufender Antragsverfahren bei der BaFin) aufgrund der entstandenen Rechtsunsicherheit ohne sog. Härtefallklauseln aufgelegt, wodurch das Anlegerschutzniveau gegenüber dem Status quo deutlich reduziert wird.
- Dieselbe Konsequenz droht ebenfalls für alle 'Altfonds': U. a. durch die mittels § 353 Abs. 11 KAGB (neu) ausgeübte und unbeschränkte Rückwirkung droht, dass ohne weitere Klarstellung grds. alle bestehenden Fonds keinen Bestandsschutz haben und durch die entstehende Rechtsunsicherheit im Zweifel genötigt werden, entsprechende Härtefallklauseln abzuschaffen bzw. entsprechende Gesellschafterbeschlüsse in einer Frist von 6 Monaten herbeizuführen, wodurch wiederum weitere Rechtsunsicherheiten bis hin zur Zwangsliquidation entstehen.

Damit würde ohne Not eine sinnvolle Entwicklung zunichte gemacht, indem sog. Härtefallklauseln in der Praxis für laufende und für neue Fonds/AIF zum Nachteil von Anlegern verhindert würden (prohibitive Wirkung). **Dies wäre um so unverständlicher, da sog. Härtefallklauseln in der Vergangenheit nachweislich nicht dazu geführt haben, dass ein Fonds einem ungesteuerten Liquiditätsabfluss ausgesetzt war.**

Der vorliegende Gesetzentwurf bietet bislang keine zufriedenstellende Lösung für dieses Problem. Die bislang gegenüber dem Referentenentwurf erfolgte Ergänzung von § 161 Abs. 1 dient lediglich dazu, bei Fonds mit unbefristeter Laufzeit das ordentliche Kündigungsrecht auszu-schließen. Dass außerordentliche Kündigungsrechte nicht als Rücknahmemöglichkeiten im Sinne der EU-Verordnung anzusehen sind, bedarf jedoch weiterhin der Klarstellung.

### **Lösung:**

Zur Lösung dient o. g. redaktioneller Änderungsantrag zur Klarstellung und weiteren Eingrenzung des in § 161 KAGB verankerten außerordentlichen Kündigungsrechts.

Zu weiteren Erläuterung und zur rechtlich korrekten Abgrenzung der Notfallkündigungsrechte von Rücknahmerechten im Sinne der EU-Verordnung wird u. a. auf den (deutschen) Wortlaut von Art. 1 Abs. 2 des Entwurfs der Delegierten Verordnung der Europäischen Kommission vom 17.12.2013 zur Ergänzung der AIFM-Richtlinie verwiesen. Dort heißt es:

*"Ein AIFM eines offenen AIF ist ein AIFM, der einen AIF verwaltet, dessen Anteile vor Beginn der Liquidations- oder Auslaufphase auf Ersuchen eines Anteilseigners direkt oder indirekt aus den Vermögenswerten des AIF und nach den Verfahren und mit der Häufigkeit, die in den Vertragsbedingungen oder der Satzung, dem Prospekt oder den Emissionsunterlagen festgelegt sind, zurückgekauft oder zurückgenommen werden."*

Notfallkündigungsrechte bzw. Härtefallklauseln sind jedoch im Unterscheid zu den dieser Definition zugrunde liegenden Rücknahmerechten dadurch gekennzeichnet, dass sie durch den Betroffenen aufgrund bestimmter, individueller Belange zu einem im vorhinein nicht bestimm-baren Zeitpunkt erklärt und begründet werden müssen. Damit wird bei Notfallkündigungsrechten die Rücknahme der Anteile – anders als es Art. 1 Abs. 2 der Verordnung vorsieht – gerade nicht durch die Gesellschaft nach bestimmten Kriterien, insbesondere nicht bezüglich der Häufigkeit, in den Vertragsbedingungen festgelegt, sondern hängt jeweils von der subjektiven Situation des Anlegers ab. Sie unterscheiden sich daher maßgeblich von regelmäßig – d. h. in bestimmten Zeitintervallen ("Häufigkeit") – möglichen und nicht zu begründenden, ordentlichen Kündigungsrechten, die allen Anlegern zustehen bzw. diesen gesellschaftsvertraglich eingeräumt werden. Folglich werden Notfallkündigungsrechte gerade nicht zu regelmäßigen, wiederkehrenden Zeitpunkten eingeräumt und können nicht von jedem Anleger in gleicher Weise verlangt werden. Gleichwohl können Notfallkündigungsrechte nur dann in Anspruch genommen werden, wenn der betreffende Anleger seine subjektive Situation einer wirtschaftlichen Notlage anhand objektiver Kriterien begründet und nachweist, die im Wortlaut des Gesetzes festgeschrieben sind.

Auch aus letzterem Grund stellt die Abgrenzung der Notfallkündigungsrechte von Rücknahmerechten im Sinne der EU-Verordnung keinen Umgehungstatbestand dar, da die Inanspruchnahme an enge Voraussetzungen einer tatsächlichen wirtschaftlichen Notlage geknüpft ist, die nach Zeichnung der Beteiligung eingetreten ist.

### **2.3. Zulässige Vermögensgegenstände für geschlossene Publikums-AIF**

Nach Nr. 43 ist Nr. 44 neu einzufügen zur Anpassung des § 261 Abs. 1 Nr. 5 KAGB (Ergänzungen gegenüber dem KAGB rot und fett markiert, nachfolgende Zählung wird entsprechend angepasst): Hiernach ist § 261 Abs. 1 Nr. 5 wie folgt zu fassen:



*"5. Anteile oder Aktien an geschlossenen inländischen Publikums-AIF nach Maßgabe der §§ 261 bis 272, **Anteile oder Aktien an geschlossenen Fonds deren Verkaufsprospekt nach dem Verkaufsprospektgesetz oder dem Vermögensanlagengesetz durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gestattet wurden**, oder an europäischen oder ausländischen geschlossenen Publikums-AIF, deren Anlagepolitik vergleichbaren Anforderungen unterliegt."*

## 2.4. Begründung

Mit dieser Klarstellung wird die Auslegungsfrage geklärt, ob ein geschlossener Publikums-AIF nach § 261 Abs. 1 KAGB in andere geschlossene AIF nur nach Maßgabe des § 261 Absatz 1 Nummer 5 und 6 KAGB oder auch nach § 261 Absatz 1 Nummer 3 oder 4 KAGB investieren kann. Durch die Änderung wird neben der Erhöhung der Rechtssicherheit insbesondere dem Anlegerschutz Rechnung getragen. Durch die Änderung wird dabei erreicht, dass geschlossene Publikums-AIF (bspw. Dachfonds wie Portfoliofonds oder Zweitmarktfonds) auch über den Zweitmarkt Anteile von Fonds erwerben dürfen, deren Verkaufsprospekt nach dem Verkaufsprospektgesetz oder dem Vermögensanlagengesetz durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gestattet wurden. Dies führt indirekt zu einer Erhöhung der Fungibilität solcher Beteiligungen und damit zur Erhöhung des Anlegerschutzes.

Bei Fortbestehen der derzeitigen Unsicherheit in dieser Frage und insbesondere in Verbindung mit den durch die neue EU-Definition notwendig gewordenen Anpassung des KAGB zur Unterscheidung von offenen und geschlossenen Fonds drohen jedoch massive Beeinträchtigungen des Anlegerschutzes gegenüber dem heutigen Standard: Vielen zehntausenden Anlegern von 'Altfonds' würden hier wichtige Abverkaufsmöglichkeiten über den Zweitmarkt versperrt, mit entsprechenden Nachteilen für die Fungibilität der Anteile, den Anlegerschutz sowie die Effizienz des Gesamtmarktes. Nach Schätzungen der BMI umfasst das Marktvolumen von geschlossenen Zweitmarktfonds ein Anlegerkapital von 1,5 Mrd. Euro seit dem Jahr 2008, was die immense Bedeutung von Zweitmarktfonds für das Funktionieren des Zweitmarktes insgesamt belegt. Die o. g. Änderungen des § 261 KAGB dient hierbei der Aufrechterhaltung des für Hunderttausende Anleger wichtigen Zweitmarktes.

Mit den besten Grüßen

für die Bundesarbeitsgemeinschaft mittelständischer Investmentpartner/BMI

Düsseldorf, 15.05.2014



Dipl.-Kfm. Uwe Kremer



Christian Prüßing M. A.

c/o kapital-markt intern Verlag GmbH  
Grafenberger Allee 30, 40237 Düsseldorf  
Tel: 0211 6698 – 164, Fax: 0211 6912 – 440  
E-Mail: [kmi@markt-intern.de](mailto:kmi@markt-intern.de), [www.markt-intern.de](http://www.markt-intern.de)

Herausgeber: Dipl.-Ing. Günter Weber  
Geschäftsführer: Dipl.-Kfm. Uwe Kremer, RA Gerrit Weber, Dipl.-Ing. Günter Weber  
Handelsregister: HRB 71651 AG Düsseldorf  
Gerichtsstand: Düsseldorf