

BVI¹-Position zum Entwurf der Bundesregierung für ein Fondsrisikobegrenzungs-gesetz

Wir begrüßen, dass mit dem Gesetzentwurf eines Fondsrisikobegrenzungs-gesetzes (FoRG) die dringend notwendige Umsetzung der überarbeiteten europäischen Investmentfondsrichtlinien durch die Richtlinie (EU) 2024/927 (AIFMD-Review) vorangetrieben wird. Wir unterstützen das Ziel, den AIFMD-Review sowie das überarbeitete EMIR-Regelwerk möglichst 1:1 umzusetzen und von nationalen Zusatzanforderungen abzusehen. Die weitgehend technischen Änderungen der EU-Vorgaben werden maßgeblich dazu beitragen, EU-weit einheitliche Standards für die Liquiditätssteuerung offener Fonds, bei der Verwaltung von Kreditfonds und in der Berichterstattung zu fördern und damit etwaigen systemischen Risiken vorzubeugen. So lassen sich Wettbewerbsnachteile für den Fondsstandort Deutschland vermeiden.

Inhaltlich sehen wir in erster Linie Spielraum für redaktionelle Verbesserungen an dem bereits sehr gelungenen Entwurf, die wir im Anhang zusammengefasst haben und die insgesamt zu mehr Rechtssicherheit beitragen sollen. Auf folgende Punkte möchten wir besonders hinweisen:

I. Zu kurzer Umsetzungszeitraum

Der AIFMD-Review muss bis zum 16. April 2026 nicht nur in nationales Recht, sondern auch in der Praxis umgesetzt sein. Besonders betroffen sind alle offenen Fonds, die bis dahin aus einer Liste von sechs Liquiditätsmanagementinstrumenten (LMTs) mindestens zwei implementieren müssen (Geldmarktfonds: ein LMT). Dies trifft über 2.100 Publikums- und knapp 4.500 Spezialfonds und stellt für die Branche sowie die Aufsicht eine erhebliche Kraftanstrengung dar, vor allem weil der dafür notwendige Rechtsrahmen bis heute weder auf EU-Ebene noch auf nationaler Ebene fertiggestellt ist.

Nachdem die ESMA ihre Vorschläge für zwei konkretisierende EU-Verordnungen mit den Merkmalen zu den LMTs fristgemäß im April 2025 veröffentlicht hatte, hat die EU-Kommission die Verordnungen erst Ende November 2025 mit inhaltlichen Änderungen verabschiedet; mit einem Inkrafttreten ist daher voraussichtlich erst in den kommenden Wochen zu rechnen. Erst aufgrund dieser EU-Verordnungen können die konkreten Prozesse für die Umsetzung der LMTs festgelegt werden. Der AIFMD-Review ist ein Musterbeispiel von schlechter EU-Gesetzgebung, indem er wieder einmal wichtige Inhalte auf delegierten Rechtsakte und ESMA-Leitlinien ohne verbindliche Zeitvorgaben verlagert. Zudem konnte aufgrund der vorgezogenen Bundestagswahl im Februar 2025 der in der letzten Legislaturperiode bereits eingebrachte Gesetzentwurf eines Fondsmarktstärkungsgesetzes nicht mehr verabschiedet werden, so dass zusätzlich kostbare Zeit verloren ging.

Ungeachtet dessen hält der Gesetzentwurf im Einklang mit den EU-Vorgaben daran fest, dass für alle offenen Fonds ab dem 16. April 2026 mindestens zwei LMTs einsatzbereit sein müssen. Aufgrund des Zeitplans des Gesetzgebungsverfahrens mit einer Verabschiedung erst kurz vor dem 16. April 2026 können gesetzliche Genehmigungsfristen für die notwendigen Änderungen nicht eingehalten werden.

¹ Der BVI vertritt die Interessen der deutschen Fondsbranche auf nationaler und internationaler Ebene. Er setzt sich gegenüber Politik und Regulatoren für eine sinnvolle Regulierung des Fondsgeschäfts und für faire Wettbewerbsbedingungen ein. Als Treuhänder handeln Fondsgesellschaften ausschließlich im Interesse des Anlegers und unterliegen strengen gesetzlichen Vorgaben. Fonds bringen das Kapitalangebot von Anlegern mit der Kapitalnachfrage von Staaten und Unternehmen zusammen und erfüllen so eine wichtige volkswirtschaftliche Funktion. Die 114 Mitgliedsunternehmen des BVI verwalten 4,7 Billionen Euro Anlagekapital für Privatanleger, Versicherer, Altersvorsorgeeinrichtungen, Banken, Kirchen und Stiftungen. Deutschland ist mit einem Anteil von 26 Prozent der größte Fondsmarkt in der EU.



Das bedeutet, dass Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVGs) bereits vor Inkrafttreten der neuen gesetzlichen Vorgaben sämtliche Fondsdokumente umfassend überarbeiten und bei Publikumsfonds die Änderungen in den Anlagebedingungen ohne gültige Rechtsgrundlage mit der BaFin vorabstimmen müssen, damit diese ohne Vertriebsunterbrechung pünktlich zum 16. April 2026 genehmigt werden können. Die Übergangsvorschrift von einem Jahr für Bestandsfonds in den Entwürfen der EU-Verordnungen sowie der ESMA-Leitlinien läuft ins Leere, weil hiervon nur Fonds profitieren, die bereits zwei LMTs implementiert haben, was bei den wenigsten der Fall ist.

Hinzu kommt, dass die Änderungen Maßnahmen entlang der gesamten Prozesskette notwendig machen, in die Verwahrstellen, depotführenden Stellen und der Vertrieb unter technischer Anpassung der Schnittstellen eingebunden werden müssen. Dabei handelt es sich um hochstandardisierte Prozesse, die IT-technisch angepasst werden müssen. Hierzu hat der BVI bereits 2024 ein Praxisforum eingerichtet, um mit allen Beteiligten die notwendigen Umsetzungsprozesse vorzubereiten. Aufgrund des verspätet vorliegenden Rechtsrahmens (insbesondere der EU-Verordnungen mit den Merkmalen zu den LMTs) ist jedoch bereits jetzt absehbar, dass die damit verbundenen operativen Anpassungen bis zum 16. April 2026 nicht vollständig abgeschlossen sein werden. Insbesondere sind viele praktische Fragen noch ungeklärt oder befinden sich in der Abstimmung mit den zuständigen Aufsichtsbehörden.

II. Kreditfonds

Es ist positiv hervorzuheben, dass alternative Investmentfonds (AIFs) unter neuen strengen Auflagen im Risiko- und Liquiditätsmanagement selbst Kredite vergeben dürfen. Das schafft gleiche Wettbewerbsbedingungen für alle AIF-Manager in der EU. Das ist ein wichtiger Schritt für die Kapitalmarktunion, um insbesondere kleinen und mittleren Unternehmen alternative Finanzierungsquellen zu bieten. Zudem begrüßen wir, dass die neuen aufsichtsrechtlichen Regeln für Kreditfonds im Standortfördergesetz (StoFöG) durch entsprechende Änderungen im Investmentsteuerrecht flankiert werden. Dies stärkt die Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Finanzstandorts.

III. Nationale Zusatzänderungen

Erfreulich sind einzelne geplante Gesetzesänderungen, die nicht durch das EU-Recht bedingt sind, sondern für mehr Flexibilität im nationalen Fondsrecht sorgen sollen. Zu nennen sind hier das geschlossene Publikums-Sondervermögen oder der offene Immobilienfonds in der Rechtsform der Investment-Aktiengesellschaft. Hierzu zählt auch die Haftungsgleichstellung der Gläubiger von nicht rechtsfähigen Sondervermögen mit den Gläubigern von Investmentgesellschaften, wobei wir hier noch redaktionellen Anpassungsbedarf sehen.

IV. Bürgerenergiebeteiligungen

Skeptisch sind wir hinsichtlich der Praktikabilität der geplanten Instrumente für Bürgerenergiebeteiligungen. Während wir die Motivation hinter den Vorschlägen nachvollziehen können und auch unterstützen, haben wir angesichts der strengen Beschränkung des Anlegerkreises Bedenken, ob sich das Modell wirtschaftlich tragfähig realisieren lassen wird.

Anhang: Konkrete Änderungsvorschläge im Entwurf des FoRG

1. Konkretisierung der Definition der Immobilien-Investmentvermögen (§ 1 Abs. 19 Nr. 22a KAGB-E)

Wir bitten, Artikel 1 Nummer 2 Buchstabe c) wie folgt zu fassen:

„c) Nach Nummer 22 wird die folgende Nummer 22a eingefügt:
„22a. Immobilien-Investmentvermögen sind Investmentvermögen, die nach den Anlagebedingungen das bei ihnen eingelegte Geld in die nach § 231 KAGB zulässigen Vermögensgegenstände Immobilien anlegen.““

Begründung:

Die Definition der Immobilien-Investmentvermögen (wie auch die im KAGB bereits vorhandene Definition des Immobilien-Sondervermögens, § 1 Abs. 19 Nr. 23) mit Anlagen in Immobilien greift zu kurz, da Immobilienfonds daneben auch in andere Vermögenswerte wie Immobilien-Gesellschaften, Bewirtschaftungsgegenstände sowie Liquiditätsanlagen investieren dürfen. Das Standortfördergesetz erweitert zudem Katalog auf Anlagen in erneuerbare Energien. Wir regen daher an, auf den gesetzlichen Katalog der erwerbenden Vermögensgegenstände in § 231 KAGB zu verweisen.

2. Konkretisierung der Definition der kollektiven Vermögensverwaltung (§ 1 Abs. 19 Nr. 24 KAGB-E)

Wir bitten, in Artikel 1 Nummer 2 hinter Buchstabe d) einen neuen Buchstaben da) einzufügen:

„da) Nummer 24 wird wie folgt gefasst:

„24. Kollektive Vermögensverwaltung umfasst die Portfolioverwaltung, das Risikomanagement, administrative Tätigkeiten, den Vertrieb von eigenen Investmentanteilen sowie bei AIF Tätigkeiten im Zusammenhang mit den Vermögensgegenständen des AIF, die Vergabe von Krediten im Sinne von § 20 Absatz 9 sowie die Verwaltung von Verbriefungszweckgesellschaften.““

Begründung:

Die aktuelle Definition der kollektiven Vermögensverwaltung umfasst sämtliche Tätigkeiten, die in Anhang I der AIFM-Richtlinie und Anhang II der OGAW-Richtlinie aufgeführt sind. Durch den AIFMD-Review wurde der Katalog in Anhang I der AIFM-Richtlinie um die Kreditvergabe sowie die Verwaltung von Verbriefungszweckgesellschaften erweitert. Dies sollte in der Definition berücksichtigt werden. Damit würde auch klargestellt, dass andere Vorschriften (z. B. § 36 Abs. 1 KAGB-E), die auf die Definition der kollektiven Vermögensverwaltung Bezug nehmen, auch diese Tätigkeiten umfassen.

3. Konkretisierung der Kryptowerte-Definition (§ 1 Abs. 19 Nr. 24a KAGB)

Wir bitten, in Artikel 1 Nummer 2 hinter Buchstabe d) einen neuen Buchstaben da) einzufügen:

„da) Nummer 24a wird wie folgt gefasst:

„24a. Kryptowerte im Sinne dieses Gesetzes sind solche nach Artikel 3 Absatz 1 Nummer 5 der Verordnung (EU) 2023/1114 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 31. Mai 2023 über



Märkte für Kryptowerte und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 1093/2010 und (EU) Nr. 1095/2010 sowie der Richtlinien 2013/36/EU und (EU) 2019/1937 (ABl. L 150 vom 9.6.2023, S. 40), die durch die Verordnung (EU) 2023/2869 (ABl. L, 2023/2869, 20.12.2023) geändert worden ist. Keine Kryptowerte im Sinne dieses Gesetzes sind solche **nach Artikel 2 Absatz 4 Buchstabe a und** nach Artikel 4 Absatz 3 Buchstabe c der Verordnung (EU) 2023/1114.“

Begründung:

Wir schlagen eine Konkretisierung der Kryptowerte-Definition in § 1 Abs. 19 Nr. 24a KAGB vor, die das Verhältnis von Kryptowerten zu den übrigen Anlagegegenständen des § 284 KAGB klarstellen würde.

Durch das Finanzmarktdigitalisierungsgesetz (FinmadiG) wurde im KAGB die Definition von Kryptowerten gemäß der MICAR (Verordnung (EU) 2023/1114) durch Einfügung eines neuen § 1 Abs. 19 Nr. 24a KAGB (Beschlussempfehlung S. 139, <https://dserver.bundestag.de/btd/20/111/2011178.pdf>) übernommen. Nicht nachvollzogen wurde allerdings die Einschränkung des Anwendungsbereichs der MICAR gemäß Art. 2 (4) („Diese Verordnung gilt nicht für Kryptowerte, die einer oder mehreren der folgenden Kategorien angehören: a) Finanzinstrumente [...]“), so dass bei denjenigen Investmentvermögen, die beschränkt in Kryptowerte anlegen dürfen (§§ 221 Abs. 1 Nr. 5, 261 Abs. 1 Nr. 9, 284 Abs. 2 Nr. 2 Buchst. j KAGB), als auch bei den übrigen Investmentvermögen, die nicht in Kryptowerte, aber in Finanzinstrumente anlegen dürfen, Unsicherheit darüber besteht, wie mit einem Vermögenswert umzugehen ist, der sowohl die Definition eines Finanzinstruments nach der MiFID als auch eines Kryptowerts nach der MICAR erfüllt.

Durch das Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG) wurde die Begebungsform von Wertpapieren liberalisiert, so dass elektronische und auch Kryptowertpapiere gleichwertig zu den traditionellen papierhaften Wertpapieren begeben werden können. Angesichts obiger Definition unterfallen Kryptowertpapiere nach dem eWpG, die auch Finanzinstrumente nach der MiFID sind, gleichzeitig dem Begriff des Kryptowerts. Dadurch entstehen Zweifel, ob solche Kryptowertpapiere für Investmentvermögen überhaupt als Wertpapiere erworben werden dürfen.

Im europäischen Kontext ist hierzu noch anzumerken, dass die Pilotregelung für auf Distributed-Ledger-Technologie basierende Marktinfrastrukturen (Verordnung (EU) 2022/858 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 30. Mai 2022), die im Rahmen des Marktintegrationspakets der Europäischen Kommission noch ausgeweitet werden soll, vorsieht, dass sog. „DLT-Finanzinstrumente“, worunter auch Kryptowertpapiere i.S.d. eWpG fallen, auf DLT-Marktinfrastrukturen gehandelt und abgewickelt werden können. Zu den DLT-Finanzinstrumenten zählen derzeit gemäß Art. 3 (1) der VO (EU) 2022/858 sowohl Aktien als auch Anleihen und OGAW-Fondsanteile. Nach der KAGB-Definition von Kryptowerten wären diese DLT-Finanzinstrumente nach engem Verständnis gar nicht durch Wertpapierfonds erwerbbar, was angesichts der Intention der Pilotregelung ein absurdes Ergebnis wäre.

4. Definition der Anlageberatung (§ 20 Abs. 2 Satz 1 Nr. 2 und § 20 Abs. 3 Satz 1 Nr. 3 KAGB-E)

Wir bitten, in Artikel 1 Nr. 12 die Definition der Anlageberatung unter Buchst. a) Doppelbuchst. aa) (§ 20 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 KAGB-E) und Buchst. b) Doppelbuchstabe aa) (§ 20 Abs. 3 S. 1 Nr. 3 KAGB-E) wie folgt zu fassen:

„die Anlageberatung im Sinne des ~~§ 1 Absatz 1a Satz 1 Nummer 1a des Kreditwesengesetzes~~ **§ 2 Absatz 8 Satz 1 Nummer 10 des Wertpapierhandelsgesetzes**,“

Begründung:

Der aktuelle Verweis auf die Definition der Anlageberatung im KWG ist zu kurz gegriffen, weil diese – anders als die Definition im WpHG – nicht die Besonderheiten der Definition einer Anlageberatung aus der MiFID berücksichtigt. Da die im KAGB aufgezählten Dienst- und Nebendienstleistungen aus der MiFID stammen, bitten wir, die Definition des WpHG zu nutzen, die die MiFID-Vorgaben entsprechend umsetzt.

5. Behandlung von Sondervermögen als Schuldner (§ 93 Abs. 3a Satz 2 KAGB)

Wir bitten, Artikel 1 Nr. 48 wie folgt zu fassen:

„48. Nach § 93 Absatz 3 wird der folgende Absatz 3a eingefügt:

„(3a) Die Kapitalverwaltungsgesellschaft kann die Erfüllung von Verbindlichkeiten aus für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger eines Sondervermögens getätigten Rechtsgeschäften solange und in dem Umfang verweigern, wie sie sich nicht aus dem Aufwendungsersatzanspruch gemäß Absatz 3 aus dem Sondervermögen tatsächlich befriedigen kann. Die Einrede nach Satz 1 hat insbesondere ~~keine Auswirkungen auf~~

1. **keine Auswirkungen auf** den Eintritt des Verzugs,
2. keine ~~die~~ Stundungswirkung ~~und oder~~
3. **keine Auswirkungen** auf die Verwertbarkeit von Sicherheiten, die für Verbindlichkeiten aus für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger getätigten Geschäften bestehen.““

Begründung:

Wir unterstützen ausdrücklich die Zielrichtung des neuen § 93 Abs. 3a KAGB, den Kreditinstituten bei der Gewährung von Darlehen Rechtssicherheit in Bezug auf die Behandlung von Sondervermögen als Schuldner i. S. d. CRR zu bieten und damit die langjährige Praxis abzubilden. Als redaktionelle Änderung regen wir an, zur Vermeidung interpretativer Missverständnisse in § 93 Abs. 3a Satz 2 KAGB klarzustellen, dass die Einrede nach Satz 1 keine Verzugs- oder Stundungswirkung entfaltet.

6. Ausgabe und Rückgabe von Anteilen (§§ 98 Abs. 3 und 165 Abs. 2 Nr. 22 KAGB)

Wir bitten, Artikel 1 Nr. 1 Buchstabe i), Nr. 50 Buchstaben a) und e) sowie Nr. 63 Buchstabe a) Doppelbuchstabe aa) wie folgt zu ändern:

- Artikel 1 Nr. 1 Buchstabe i) wird wie folgt geändert:
 - „i) Die Angabe zu § 98 wird durch die folgende Angabe ersetzt:
 - „§ 98 **Ausgabe und** Rückgabe von Anteilen; Liquiditätsmanagementinstrumente; Verordnungsermächtigung“.
- Artikel 1 Nr. 50 Buchstabe a) wird wie folgt geändert:
 - „50. § 98 wird wie folgt geändert:
 - „a) Die Überschrift wird durch folgende Überschrift ersetzt:
 - § 98
 - Ausgabe und** Rückgabe von Anteilen, Liquiditätsmanagementinstrumente, Verordnungsermächtigung“.
- Artikel 1 Nr. 50 Buchstabe e) wird wie folgt geändert:
 - „e) Absatz 3 wird durch den folgenden Absatz 3 ersetzt:

„(3) Die Bundesanstalt kann nach Anhörung der Kapitalverwaltungsgesellschaft anordnen, dass die Kapitalverwaltungsgesellschaft die **Ausgabe, Zeichnungen, Rückkäufe und** Rücknahme der Anteile aussetzt oder wiederaufnimmt, wenn Risiken für den Anlegerschutz oder die Finanzstabilität bestehen, die bei vernünftiger und ausgewogener Betrachtung eine Aussetzung oder Wiederaufnahme der **Ausgabe, Zeichnungen, Rückkäufe und** Rücknahme erforderlich machen. [...]“

- Artikel 1 Nr. 63 Buchstabe a) Doppelbuchstabe aa) wird wie folgt geändert:

„63. § 165 wird wie folgt geändert:

a) Absatz 2 wird wie folgt geändert:

aa) Nummer 22 wird durch die folgende Nummer 22 ersetzt:

„22. Beschreibung des Liquiditätsmanagements des Investmentvermögens, einschließlich

- a) der Rückgaberechte unter normalen und außergewöhnlichen Umständen,
- b) der bestehenden Rücknahmevereinbarungen mit den Anlegern einschließlich der Möglichkeit zur Aussetzung der **Ausgabe, Zeichnungen, Rückkäufe und** Rücknahme und gegebenenfalls auch des Umtauschs von Anteilen oder Aktien und
- c) [...].“

Begründung:

Die Änderungen sind Folgeänderungen zur Neuregelung in § 98 Abs. 2 KAGB-E, wonach sich die Vorgaben zur Aussetzung nicht mehr nur auf Rücknahmen beziehen, sondern künftig auch auf Ausgaben, Zeichnungen und Rückkäufe erstrecken. Aus Gründen des Anlegerschutzes sollten sich daher das Anordnungsrecht der BaFin zur Aussetzung (und Wiederaufnahme) sowie die entsprechenden Beschreibungen im Verkaufsprospekt nicht auf die Aussetzung der Rücknahme selbst beschränken.

7. Zivilrechtliche Wirksamkeit des Änderungsmechanismus für Anlagebedingungen (§ 163 Abs. 4 KAGB)

Wir bitten, in Artikel 1 eine neue Nummer 62a einzufügen:

„62a. In § 163 Absatz 4 wird folgender neuer Satz 8 eingefügt:

„Mit deren Inkrafttreten gelten die Änderungen als in die Anlagebedingungen einbezogen.“

Begründung:

Mit einer klarstellenden Ergänzung des § 163 Abs. 4 KAGB sollte die Gesetzesänderung durch das StoFöG in § 305a Nr. 3 BGB, die ebenfalls klarstellenden Charakter hat, auch für den Fall der Änderung von Anlagebedingungen nachvollzogen werden. Damit würde Rechtssicherheit auch in Bezug auf die wirksame Einführung der LMTs erreicht. Das Gesetz fordert – den zwingenden EU-rechtlichen Vorgaben folgend – die Einbeziehung der LMTs in die Anlagebedingungen aller offenen Investmentvermögen zum 16. April 2026. Wenn die KVGs die entsprechenden Anpassungen der Anlagebedingungen nach Maßgabe des Änderungsmechanismus gemäß § 163 Abs. 4 KAGB (einschließlich einer Genehmigung durch die BaFin) durchführen, müssen diese Änderungen auch zivilrechtliche Wirkung gegenüber den Anlegern entfalten. Die Anlagebedingungen deutscher Publikumsfonds werden in der Praxis auf Veranlassung der Kapitalverwaltungsgesellschaften seit vielen Jahrzehnten gemäß den aufsichtsrechtlichen Vorgaben des § 163 KAGB und seiner Vorgängerregelungen mit Zustimmung der BaFin geändert. Diese Vorgaben sehen nach Art und Inhalt der Änderungen abgestufte Transparenz- und Anlegerschutzmaßnahmen vor, einschließlich einer kostenlosen Rückgabe- oder Umtauschmöglichkeit für die Anleger in bestimmten Fällen. Damit etwa die EU-rechtlichen Vorgaben des FoRG, z.B. die verpflichtende Einführung von LMTs, gegenüber allen Bestandsanlegern zivilrechtlich wirksam umgesetzt werden können, darf es über die Anwendung AGB-rechtlicher Anforderungen, wie etwa ggf.



erforderlicher individueller Zustimmungsvorbehalte, nicht zu zusätzlichen rechtlichen Hürden kommen. Verbraucherinteressen werden durch die aufsichtsrechtlichen Vorgaben für die Änderung von Anlagebedingungen umfassend gewahrt. Wir schlagen daher einen neuen Satz 8 in § 163 Abs. 4 KAGB vor, der an die Bekanntmachung nach § 163 Abs. 4 Satz 6 als Voraussetzung für das Inkrafttreten von Änderungen anknüpft.