

Stellungnahme

des Bankenverbandes zum
Referentenentwurf des Bundesministeriums der Finanzen für ein
Fondsrisikobegrenzungsgesetz
5. September 2025

*Lobbyregister-Nr. R001458
EU-Transparenzregister-Nr. 0764199368-97*

Vorbemerkung

Wir bedanken uns für die Möglichkeit zum Referentenentwurf für ein Fondsrisikobegrenzungsgesetz Stellung nehmen zu können. Gleichzeitig bedauern wir die außerordentlich kurze Konsultationsfrist. Wir beschränken uns daher auf einige ausgewählte Aspekte und bitten um Verständnis dafür, im weiteren Verlauf des Gesetzgebungsverfahrens erforderlichenfalls noch Gesichtspunkte einzubringen.

1. Liquiditätsmanagementtools

Das Gesetz dient im Wesentlichen der Umsetzung der Vorgaben der geänderten AIFM- und OGAW-Richtlinie in deutsches Recht. Ein Kern der Neuregelungen auf europäischer Ebene ist die Einführung von Liquiditätsmanagementinstrumenten/Liquiditätsmanagementtools (LMTs). Diese existieren im deutschen Recht bereits – wenn auch in anderer Form.

- a.** Für die Neuregelung ist nach der Richtlinie eine Übergangsphase für Bestandsfonds vorgesehen. Ab April 2026 sollen für neu aufgelegte Fonds die Vorgaben für LMTs verbindlich sein, für Bestandsfonds jedoch erst 12 Monate später, mithin ab **April 2027** (Art. 16(2h) AIFM-Richtlinie, Art. 18a(4)OGAW-Richtlinie, ESMA Leitlinien Annex III, 1.5). Eine solche Übergangsphase für die Bestandsfonds fehlt jedoch im Fondsrisikobegrenzungsgesetz.
- b.** Wir schlagen eine redaktionelle Klarstellung zu § 168 Abs. 1a KAGB vor, dass es sich in Abgrenzung zum Wert des Investmentvermögens bei dem Nettoinventarwert um den je Anteil oder Aktie handelt, um dem insoweit bestehenden Klarstellungsinteresse des Marktes Rechnung zu tragen.

Dies kann unseres Erachtens durch folgende Fassung des § 168 Abs. 1a KAGB erreicht werden (Einfügungen sind unterstrichen gekennzeichnet):

„[...] ist zusätzlich zum Nettoinventarwert je Anteil oder je Aktie der modifizierte Nettoinventarwert je Anteil oder je Aktie zu berechnen. Die Vorgaben der §§ 170, 212, 216 Absatz 7, des § 217 Absatz 3 Satz 1 sowie des § 297 Absatz 2 Satz 1 gelten für den modifizierten Nettoinventarwert je Anteil oder je Aktie entsprechend mit der Maßgabe, dass jeweils anstelle des Nettoinventarwertes je Anteil oder je Aktie der modifizierte Nettoinventarwert je Anteil oder je Aktie zu veröffentlichen oder bekanntzugeben ist.“

- c.** Der vorgeschlagene neue § 168 Abs. 1b KAGB sieht vor, dass bei Anwendung des **Dual Pricing** zusätzlich zum Nettoinventarwert je Anteil oder je Aktie (NAV je Anteil oder je Aktie) die modifizierten Ausgabe- und Rücknahmepreise zu berechnen, jedoch nur der modifizierte Nettoinventarwert zu veröffentlichen sei. Hier besteht eine Diskrepanz zu der Begründung nach der zusätzlich zum Nettoinventarwert auch der durch das Dual Pricing modifizierte Nettoinventarwert, der den Ausgabe- und Rücknahmepreisen zugrunde liegt, zu veröffentlichen ist. Hier halten wir eine Klarstellung für notwendig.

Aus unserer Sicht ist der der Wortlaut des Gesetzesentwurfs in sich nicht schlüssig und führt zu einer Inkonsistenz im Transparenz- und Veröffentlichungssystem des KAGB:

- Der **nicht** modifizierte NAV ist nach dem Entwurf des Gesetzestextes nicht zu veröffentlichen, obwohl er weiterhin die Grundlage für die Berechnung wesentlicher fondsbezogener Kostenpositionen, insbesondere der fondsgebundenen Verwaltungsgebühren, darstellt.
- Ohne Veröffentlichung des nicht modifizierten NAV fehlt Marktteilnehmern – insbesondere den depotführenden Stellen – eine zentrale Bezugsgröße, um die Kostenberechnung der Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) nachzuvollziehen.
- Diese Nachvollziehbarkeit ist nicht nur aus Sicht der Transparenz geboten, sondern auch regulatorisch erforderlich: Die Erfüllung diverser MiFID-Reporting-Pflichten setzt voraus, dass sowohl der modifizierte als auch der nicht modifizierte NAV vorliegt, um Kostenangaben im Kundenreporting korrekt und prüfbar ausweisen zu können.

Die ausschließliche Veröffentlichung der modifizierten Preise bei gleichzeitigem Schweigen zum nicht modifizierten NAV schafft eine regulatorische und praktische Lücke: Anleger erhalten zwar Informationen zu den transaktionsbezogenen Preisen, nicht jedoch zu derjenigen Wertgröße, die für die fortlaufenden Gebühren maßgeblich ist. Dadurch wird die Vergleichbarkeit und Überprüfbarkeit von Kostenangaben erschwert und das Ziel einer vollständigen Kostentransparenz unterlaufen.

Vorschlag zur Anpassung:

Zur Sicherstellung der Konsistenz und Transparenz sollten künftig sowohl der modifizierte als auch der nicht modifizierte NAV berechnet und veröffentlicht werden oder zumindest den Marktteilnehmern zur Verfügung gestellt werden. Nur so können Anleger, depotführende Stellen und andere Marktteilnehmer die Preis- und Kostenstruktur eines Fonds nachvollziehen und regulatorische Berichtspflichten (insbesondere nach MiFID) vollständig und korrekt erfüllen.

d. Unsererseits wird begrüßt, dass berücksichtigt worden ist, dass es für bestimmte Fondskategorien bereits nach gegenwärtigem, nationalen Recht verpflichtende Liquiditätssteuerungsinstrumente gibt. Dies betrifft insbesondere offene Immobilienfonds, die nur nach einer Mindesthaltefrist und nach Abgabe einer Rückgabeerklärung („Kündigung“) mit einer Frist von einem Jahr zurückgegeben werden können. Der neu gefasste § 255 Absatz 5 berücksichtigt dies nun dahingehend, dass das Liquiditätsmanagementinstrument einer Verlängerung der Rückgabefrist durch die bestehende Regelung in § 255 Absatz 4 in Verbindung mit § 257 Absatz 1 bereits abgedeckt ist.

e. Wir erlauben uns an dieser Stelle noch zwei redaktionelle Hinweise. In § 1 Abs. 19, Nr 25 a KAGB, müsste er richtigerweise lauten

- d) Rückgabegebühr:
Eine Rückgabegebühr ist eine Gebühr innerhalb einer vorgegebenen Bandbreite, die unter Berücksichtigung der Liquiditätskosten von den Anlegern bei der Rückgabe von Anteilen

oder Aktien an den ~~Fonds~~ **das Investmentvermögen** gezahlt wird und mit der sichergestellt wird, dass Anleger, die im Investmentvermögen verbleiben, nicht unangemessen benachteiligt werden

- f) Dual Pricing:

Dual Pricing ist ein im Voraus festgelegter Mechanismus, bei dem die Ausgabe-, Zeichnungs-, Rückkaufs- und Rücknahmepreise für die Anteile **oder Aktien** eines Investmentvermögens festgelegt werden, indem der Nettoinventarwert pro Anteil oder Aktie um einen Faktor, der die Liquiditätskosten abbildet, angepasst wird.

2. Ermöglichung der Bürgerbeteiligung an Anlagen zur Gewinnung erneuerbarer Energien mittels Geschlossener Publikums-AIFs

Wir begrüßen die vorgesehene Umgestaltung des Rechtsrahmens für geschlossene Publikums-AIFs zur Ermöglichung der Nutzung dieses Fonds-Typus für Anlagen zur Gewinnung erneuerbarer Energien. Auf diese Weise wird das Spektrum der möglichen Gestaltungsformen sachgerecht erweitert. Die Beschränkung des Anlegerkreises auf Ansässige erscheint ebenfalls sachgerecht, zumal die Identifizierung und damit die Akzeptanz der Anlage dadurch steigen dürfte.

Nicht eindeutig erscheint uns jedoch die Formulierung in § 262 Abs. 4 Nr. 2 a. E. KAGB n. F.: Regulatorisch soll offenbar vermieden werden, dass sich die Eigentümerstellung und damit die Ansässigkeit gerade aus der Stellung als Anleger des geschlossenen Publikums-AIFs ergibt und damit nur über diesen Weg „Ortsfremde“ zu Ansässigen werden. Denkbar ist aber zumindest auch die Konstellation, wonach Eigentum an einem (sonstigen) Grundstück besteht (z. B. als Handwerksbetrieb) und in der Folge zudem die Anlage an einem geschlossenen Publikums-AIF erfolgt, der die Anleger zu Miteigentümern am entsprechend zu bebauenden Grundstück macht. Hier ergibt sich die Ansässigkeit aus dem sonstigen Grundstück, so dass einer Anlage in einem geschlossenen Publikums-AIF nichts entgegenstehen sollte.

3. Haftung der Kapitalverwaltungsgesellschaft im Zusammenhang mit Sondervermögensverbindlichkeiten

Wir begrüßen ausdrücklich die geplante Einführung des neuen § 93 Abs. 3a KAGB. Die vorgesehene Regelung ist ein wichtiger und sachgerechter Schritt zur Stärkung der Rechtssicherheit und zur praxisgerechten Ausgestaltung der Haftung der Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVG) bei der Verwaltung nicht rechtsfähiger Sondervermögen.

Sie trägt dazu bei, eine Gleichbehandlung der Gläubiger von nicht rechtsfähigen Sondervermögen mit den Gläubigern rechtsfähiger Investmentgesellschaften zu erreichen und beseitigt so eine etwaige Haftungsasymmetrie.

Sie schafft darüber hinaus die Voraussetzung dafür, dass Banken bei der Finanzierung von Investmentvermögen aufsichtsrechtlich und insbesondere entsprechend des EBA Q&A 2023_6925 für die Zwecke der Eigenmittelauflegung weiterhin auf das Sondervermögen und nicht auf die KVG abstellen können.

Die Ausgestaltung als dilatorische Einrede stellt grundsätzlich sicher, dass die KVG zwar nicht in Vorleistung treten muss, gleichzeitig aber weder Verzugseinreden noch die Verwertbarkeit bestehender Sicherheiten eingeschränkt werden. Um aber etwaige Unsicherheiten über die Auswirkungen der Einrede auf Nettingvereinbarungen für Finanzgeschäfte mit dem Sondervermögen auszuschließen, die ihrerseits gravierende Auswirkungen für die KVG, das Sondervermögen und deren Vertragspartner hätten, sollte eine Klarstellung erfolgen.

Konkret sollte ausdrücklich klargestellt werden, dass die Einrede nicht nur nicht den Verzug und die Verwertbarkeit von Sicherheiten hindert, sondern auch keine Stundungswirkung entfaltet und insbesondere nicht die Rechte unter einer Nettingvereinbarung einschränkt. Nicht beeinträchtigt werden dürften insbesondere der Eintritt der Fälligkeit (was derzeit nur implizit geregelt wird) sowie die Ausübarkeit der in den relevanten Verträgen und vereinbarten Beendigungs-, Aussetzungs-, Änderungs-, Zurückbehaltungs-, Verrechnungs- oder Aufrechnungsrechte sowie alle damit zusammenhängende Aspekte. Ebenfalls nicht beeinträchtigt werden darf der Fortbestand dieser Rechte (was ebenfalls bislang nur implizit geregelt wird).

Zur Eingrenzung der relevanten Nettingvereinbarungen kann dabei auf die des § 93 Abs. 5 S. 2 KAGB genannten Rahmenverträge verweisen werden.

Die Klarstellung könnte etwa durch folgende Einfügungen in Satz 2 erreicht werden:

*„(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 gemäß Absatz 3 aus dem Sondervermögen tatsächlich befriedigen kann. Die Einrede nach Satz 1 **hat keine Stundungswirkung**, hindert nicht den Verzug, **schränkt die Rechte der Vertragsparteien unter einem Rahmenvertrag im Sinne des Absatzes 5 Satz 2 und deren Fortbestand nicht ein** und lässt die Verwertbarkeit von Sicherheiten, die für Verbindlichkeiten aus für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger getätigten **Geschäften** bestehen, unberührt.“*

Auch wenn dies unseres Erachtens aus dem Sachzusammenhang folgen könnte, wäre es weiterhin wünschenswert, wenn klargestellt würde, dass die KVG die Einrede natürlich nur gegenüber Verbindlichkeiten aus berechtigterweise für das Sondervermögen getätigten Geschäften erheben kann (also nicht gegenüber Verbindlichkeiten aus unberechtigterweise für das Sondervermögen getätigter Geschäfte).

4. Abwicklung von Sondervermögen nach Kündigung des Verwaltungsrechts durch die KVG und Entzug des Verwaltungsrechts

a. §§ 99 und 257 KAGB

Nach § 99 Abs. 1 KAGB soll künftig die Kapitalverwaltungsgesellschaft das Sondervermögen abwickeln, wenn diese das Verwaltungsrecht gekündigt hat.

Wir begrüßen die vorgesehenen Änderungen in dem §§ 99 Abs. 1 KAGB und die Folgeänderungen in dem § 257 Abs. 4 S. 1 KAGB ausdrücklich. Die Neuregelungen stellen einen wichtigen Beitrag zu mehr Klarheit, Verantwortungszuordnung und Effizienz bei der Abwicklung von Sondervermögen dar.

Die geplante Übertragung der Abwicklungsverantwortung auf die Kapitalverwaltungsgesellschaft im Fall einer von ihr ausgesprochenen Kündigung gemäß § 99 Abs. 1 S. 3 KAGB ist sowohl folgerichtig als auch praxisgerecht. Sie beseitigt Fehlanreize, die bislang dadurch entstanden, dass die Abwicklungspflicht auf die Verwahrstelle überging, obwohl diese den Abwicklungsanlass nicht gesetzt hat. Damit wird die Verantwortung konsequent bei der Kapitalverwaltungsgesellschaft verortet, die den Abwicklungsprozess und die damit verbundenen Risiken durch ihre Kündigung ausgelöst hat.

Die Anpassung in § 257 Abs. 4 KAGB schafft zudem notwendige Kohärenz für Immobilien-Sondervermögen und stellt sicher, dass die Kapitalverwaltungsgesellschaft bis zum Abschluss der Abwicklung in der Verantwortung bleibt. Dies erhöht die Kontinuität und Fachkompetenz im Abwicklungsprozess und trägt damit zum Schutz der Anlegerinteressen bei.

Insgesamt fördern diese beiden Änderungen eine klare und sachgerechte Verantwortungsverteilung, verhindern Fehlanreize, schaffen Rechtsklarheit und stärken sowohl die Funktionsfähigkeit der Fondsverwaltung als auch das Vertrauen in den deutschen Fondsstandort.

b. § 100 und das Regel-Ausnahme-Verhältnis

Gleichwohl sollte der Gesetzgeber die Konsequenzen aus dem Verlust des Verwaltungsrechts der Kapitalverwaltungsgesellschaft – etwa im Fall einer Insolvenz – vertieft prüfen. Es erscheint nicht sachgerecht, der Verwahrstelle in solchen Fällen die Pflicht zur Abwicklung aufzuerlegen, da sie hierfür weder organisatorisch ausgelegt noch mit den notwendigen Ressourcen ausgestattet ist.

In der gegenwärtigen Fassung des § 100 Abs. 1 KAGB geht das Eigentum oder das Verfügungs- und Verwaltungsrecht der Kapitalverwaltungsgesellschaft auf die Verwahrstelle über, sobald das Verwaltungsrecht der Kapitalverwaltungsgesellschaft nach § 99 KAGB erlischt.

Auch wenn in der vorgeschlagenen neuen Formulierung des § 100 Abs. 2 zumindest Klarheit für die Verwahrstellen dahingehend geschaffen werden soll, dass Anlagegrenzen im Rahmen der Abwicklung nicht mehr eingehalten werden müssen und sich die Verwahrstelle für die Vergütung und den Ersatz von Aufwendungen der Verwahrstelle im Rahmen der Abwicklung des Sondervermögens an selbigen befriedigen kann – **was wir grundsätzlich begrüßen** – so statuiert § 100 Abs. 2 KAGB nach wie vor den Grundsatz der Abwicklung des Sondervermögens, also der Beendigung des Sondervermögens.

Die Verwahrstelle „kann“ das Sondervermögen gemäß § 100 Abs. 3 KAGB nur ausnahmsweise auch auf eigenes Risiko fortführen, wenn sie eine neue Kapitalverwaltungsgesellschaft sucht und findet. Praktisch relevant ist diese Möglichkeit noch nie geworden.

§ 154 Abs. 2 KAGB regelt die Anwendbarkeit dieser Regelungen auch für geschlossene Investmentkommanditgesellschaften.

Dies halten wir nicht für sachgerecht. Vielmehr plädieren wir eindringlich dafür,

- dass das Regel-Ausnahme-Verhältnis zwischen Abwicklung und Fortführung des Sondervermögens umgekehrt wird, so dass die Sondervermögen einer insolventen Kapitalverwaltungsgesellschaft grundsätzlich fortbestehen sollen und deshalb eine neue Kapitalverwaltungsgesellschaft gesucht werden muss;
- die Kapitalverwaltungsgesellschaft oder ihr Insolvenzverwalter die Sondervermögen weiter verwalten müssen, bis entweder die Übertragung an eine neue Kapitalverwaltungsgesellschaft zur Fortführung des Sondervermögens abgeschlossen oder das Sondervermögen final abgewickelt ist;
- klargestellt wird, dass die Insolvenz einer Kapitalverwaltungsgesellschaft das Bestehen der Aufwendungsersatzansprüche dieser Kapitalverwaltungsgesellschaft (und damit des Insolvenzverwalters) gegen das Sondervermögen unberührt lässt.

Wir sind davon überzeugt, dass die Anpassung im Sinne des Schutzes sowohl der Anleger als auch der Gläubiger einer insolventen Kapitalverwaltungsgesellschaft ist.

Das Vorstehende kann unseres Erachtens durch folgende Fassung der §§ 100 und 154 KAGB erreicht werden:

„§ 99 Kündigung und Verlust des Verwaltungsrechts

(1) ¹Die Kapitalverwaltungsgesellschaft ist berechtigt, die Verwaltung eines Sondervermögens durch Bekanntmachung im Bundesanzeiger und darüber hinaus im Jahresbericht oder Halbjahresbericht zu kündigen. ²Die Anleger sind über eine nach Satz 1 bekannt gemachte Kündigung mittels eines dauerhaften Datenträgers unverzüglich zu unterrichten; bei Spezialsondervermögen ist eine Bekanntmachung der Kündigung im Bundesanzeiger und im Jahresbericht nicht erforderlich. ³Ab Bekanntmachung ihrer Kündigung nach Satz 1 oder im Fall von Spezialsondervermögen ab Unterrichtung ihrer Anleger nach Satz 2 ist die Kapitalverwaltungsgesellschaft verpflichtet, das Sondervermögen abzuwickeln und an die Anleger zu verteilen. ⁴Die Verpflichtung zur Verwaltung des Sondervermögens endet erst, wenn die Kapitalverwaltungsgesellschaft das Sondervermögen abgewickelt hat.

(2) [unverändert]

(3) Mit der Rechtskraft des Gerichtsbeschlusses, durch den der Antrag auf die Eröffnung des Insolvenzverfahrens mangels Masse nach § 26 der Insolvenzordnung abgewiesen wird, erlischt das Recht der Kapitalverwaltungsgesellschaft, die Sondervermögen zu verwalten.“

[Absätze 4 und 5 unverändert]

„§ 100 Fortführung und Abwicklung des Sondervermögens

- (1) ¹Erlischt das Recht der Kapitalverwaltungsgesellschaft, ein Sondervermögen zu verwalten, so geht das Verwaltungs- und Verfügungsrecht über das Sondervermögen auf einen von der Bundesanstalt zu benennenden geeigneten Sonderbeauftragten über. ²Absatz 2 Satz 2 bis 5 gelten entsprechend mit der Maßgabe, dass der Sonderbeauftragte im Abwicklungsfall das Verwaltungsrecht einer anderen Kapitalverwaltungsgesellschaft oder mit Genehmigung der Bundesanstalt einem geeigneten Dritten überträgt.
- (2) ¹Die Eröffnung des Insolvenzverfahrens über das Vermögen der Kapitalverwaltungsgesellschaft lässt ihr Recht, die Sondervermögen zu verwalten, unberührt; die Sondervermögen gehören nicht zur Insolvenzmasse der Kapitalverwaltungsgesellschaft. ²Zur Fortführung des Sondervermögens hat der Insolvenzverwalter im Benehmen mit der Verwahrstelle eine andere Kapitalverwaltungsgesellschaft auszuwählen und die Verwaltung des Sondervermögens nach Maßgabe der bisherigen Anlagebedingungen mit Genehmigung der Bundesanstalt auf diese zu übertragen. ³Steht das Sondervermögen im Eigentum der Kapitalverwaltungsgesellschaft, geht es mit der Übertragung des Verwaltungsrechts auf die neue Kapitalverwaltungsgesellschaft über. ⁴Soll das Sondervermögen im Benehmen mit der Bundesanstalt ausnahmsweise nicht fortgeführt werden, wickelt der Insolvenzverwalter das Sondervermögen ab, wobei die Anlagebedingungen in der Abwicklung nicht mehr gelten. ⁵Der Insolvenzverwalter kann den Ersatz der Aufwendungen, die für die Fortführung des Sondervermögens, die Auswahl einer neuen Kapitalverwaltungsgesellschaft und gegebenenfalls die Abwicklung des Sondervermögens erforderlich sind, entsprechend § 93 Absatz 3 beanspruchen.
- (3) Der Abwickler gemäß Absatz 1 oder 2 kann eine angemessene Vergütung seiner Abwicklungstätigkeit sowie den Ersatz der Aufwendungen, die für die Abwicklung erforderlich sind, entsprechend § 93 Absatz 3 beanspruchen; die Anlagebedingungen gelten in der Abwicklung nicht mehr.
- (4) ¹Die Bundesanstalt kann die Genehmigung mit Nebenbestimmungen verbinden. ²§ 415 des Bürgerlichen Gesetzbuchs ist nicht anzuwenden. Abweichend von Absatz 1 und 2 bedarf die Übertragung der Verwaltung eines Spezialsondervermögens auf eine andere AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft keiner Genehmigung der Bundesanstalt; die Übertragung ist der Bundesanstalt anzuzeigen. ³Die Bundesanstalt hat der Kapitalverwaltungsgesellschaft das Datum des Eingangs der Anzeige zu bestätigen.
- (5) Im Rahmen der Abwicklung des Sondervermögens sind Forderungen aus den von der Kapitalverwaltungsgesellschaft für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger getätigten Geschäften an die jeweiligen Gläubiger aus dem Sondervermögen auszuzahlen und das Restvermögen an die Anleger zu verteilen.“

„§ 154 Verwaltung und Anlage

(1) ¹Die geschlossene Investmentkommanditgesellschaft kann eine ihrem Unternehmensgegenstand entsprechende externe AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft bestellen. ²Dieser obliegt insbesondere die Anlage und Verwaltung des Kommanditanlagevermögens. ³Die Bestellung der externen AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft ist kein Fall des § 36. ⁴Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft ist berechtigt, die Verwaltung der Mittel der geschlossenen Investmentkommanditgesellschaft zu kündigen. ⁵**§ 99 Absatz 1 bis 4 ist mit der Maßgabe entsprechend anzuwenden, dass eine Kündigung nur aus wichtigem Grund erfolgen kann und der Verwaltungsvertrag erst endet, wenn das Investmentvermögen abgewickelt ist.**

(2) ¹§ 100 ist entsprechend anzuwenden mit den Maßgaben, dass

1. das Verwaltungs- und Verfügungsrecht über das Gesellschaftsvermögen im Falle der Insolvenz der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft nur dann auf **den Insolvenzverwalter zur Abwicklung übergeht, wenn die geschlossene Investmentkommanditgesellschaft sich nicht in eine intern verwaltete geschlossene Investmentkommanditgesellschaft umwandelt oder keine andere externe AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft benennt und dies bei geschlossenen Publikumsinvestmentkommanditgesellschaften jeweils von der Bundesanstalt genehmigt wird und bei geschlossenen Spezialinvestmentkommanditgesellschaften jeweils der Bundesanstalt angezeigt wird; für den Aufwendungsersatz des Insolvenzverwalters gilt § 100 Absatz 2 Satz 5 entsprechend;**

2. im Falle des Erlöschens des Verwaltungs- und Verfügungsrechts der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft aus anderen Gründen diese Rechte auf einen von der Bundesanstalt zu benennenden geeigneten Sonderbeauftragten entsprechend den Regelungen des § 100 Absatz 1 Satz 2, Absatz 2 und 3 übergehen, wenn die geschlossene Investmentkommanditgesellschaft sich nicht in eine intern verwaltete geschlossene Investmentkommanditgesellschaft umwandelt oder keine andere externe AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft benennt und dies bei geschlossenen Publikumsinvestmentkommanditgesellschaften jeweils von der Bundesanstalt genehmigt wird und bei geschlossenen Spezialinvestmentkommanditgesellschaften jeweils der Bundesanstalt angezeigt wird.

²Im Fall der Bestellung einer anderen externen AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft ist § 100 b Absatz 1, 3 und 4 entsprechend anzuwenden mit der Maßgabe, dass die Übertragung bei Publikumsinvestmentkommanditgesellschaften frühestens mit Erteilung der Genehmigung der Bundesanstalt wirksam wird.“

§§ 100 a und 100 b KAGB wären zudem entsprechend anzupassen und ggf. Auswirkungen auf das Steuer- und Insolvenzrecht zu beachten.

Für die skizzierte Lösung sprechen folgende Gründe:

- Im Fondsrisikobegrenzungsgesetz in der Fassung des Referentenentwurfes vom 08.08.2025 wurde § 99 Abs. 1 KAGB bereits so gefasst, dass die Kapitalverwaltungsgesellschaft das betreffende Sondervermögen abzuwickeln hat, sofern sie das Verwaltungsrecht selbst gekündigt hat. Wir bitten, diesen Ansatz auch im finalen Gesetz zu verankern, wird dadurch doch nach langer Zeit eine regulatorische Unwucht beseitigt, wonach durch die Entscheidung der Kapitalverwaltungsgesellschaft die Verwahrstelle, der im Investmentdreieck Verwahr- und Kontrollaufgaben zugewiesen sind, in deren Position einrücken muss. Verwahrstellen sind personell, organisatorisch und technisch nicht auf Kapitalverwaltungs- und Abwicklungstätigkeiten eingerichtet, da dies nicht unter ihre originären Geschäftstätigkeiten fällt. Es besteht zudem derzeit noch der inhärente Regelungswiderspruch, wonach die Folgen der Handlungen der Kapitalverwaltungsgesellschaft nicht auch von dieser selbst zu tragen sind.
- Wir würden es deshalb begrüßen, wenn mit der Neuregelung des § 99 KAGB auch die damit im Zusammenhang stehenden Regelungen in § 100 KAGB und § 154 Abs. 2 KAGB entsprechend angepasst würden.
- Zum anderen schlagen wir vor, konsistente Regelungen der Rechtsfolgen auch für die Fälle der Insolvenz der Kapitalverwaltungsgesellschaft oder deren Lizenzentzug zu implementieren.
- Die Möglichkeit der Bestellung eines geeigneten Dritten zur (Prüfung der Fortführung bzw. zur) Abwicklung des Sondervermögens durch die BaFin ist für eine ähnliche Konstellation im Gesetz bereits enthalten: im Falle der lizenzierten KVG kann die BaFin gem. § 15 Abs. 2 Nr. 3 KAGB einen „Abwickler“ bestellen, der von ihr den Auftrag erhalten kann, die „unerlaubten Investmentgeschäfte“ - also den Fonds – abzuwickeln. Der Gesetzgeber hat in einer ähnlichen Situation also bereits eine Regelung gefunden, die in die gleiche Richtung wie die von uns – u.a. für den Fall des Lizenzentzugs - vorgeschlagene Regelung geht (BaFin bestellt einen Sonderbeauftragten, der Fortführung oder Abwicklung prüft und dann ggf. abwickelt).
- Es wäre ganz im Sinne einer Stärkung des deutschen Fondsmarkts, wenn als Folge einer Insolvenz oder des Lizenzentzugs der Kapitalverwaltungsgesellschaft Investmentvermögen nicht grundsätzlich abgewickelt werden müssten, sondern weiter ver- und betrieben oder verwaltet werden könnten. Insofern sollte auch in diesem Fall das Regel-Ausnahme-Verhältnis zwischen Abwicklung und Fortführung des Sondervermögens, das sich aus § 100 Abs. 2 und Abs. 3 KAGB ergibt, geändert werden. So bedeutet die Eröffnung des Insolvenzverfahrens oder der Lizenzentzug bezüglich der Kapitalverwaltungsgesellschaft nicht, dass auch betroffene Fonds dieses Schicksal teilen und abgewickelt werden müssten. Es ist nicht im Sinne der Fondsanleger und des

Fondsmarktes Deutschland, wenn ein wirtschaftlich gesunder und gut funktionierender Fonds nur deshalb abgewickelt wird, weil die Kapitalverwaltungsgesellschaft mit ihren eigenen Mittel (nicht Fondsmittel) schlecht gewirtschaftet oder sie ihre Lizenz verloren hat. Solche Fonds sollten fortgeführt werden können.

- Der Fortbestand des Sondervermögens dient insbesondere dem Anlegerschutz. Nach geltender Rechtslage besteht im Falle des Ausfalls der KVG jedoch häufig keine realistische Möglichkeit zur Fortführung des Sondervermögens. Die Verwahrstelle ist gesetzlich zur Abwicklung verpflichtet, obwohl sie weder personell noch technisch für eine Fortführung oder Abwicklung ausgestattet ist. Aufgrund der Insolvenz bzw. Lizenzrücknahme der KVG kann dies zur Abwicklung wirtschaftlich funktionsfähiger Fonds führen. Dieses Ergebnis ist weder im Interesse der Anleger noch im Sinne eines funktionierenden Fondsmarkts.
- Die in der Begründung zum Fondsrisikobegrenzungsgesetz zu Nummer 76 Buchstabe a genannte Begründung, wonach die Kapitalverwaltungsgesellschaft besser zur Abwicklung des Sondervermögens geeignet ist als die Verwahrstelle, trägt auch hier: die Verwahrstelle kann ohne Zugriff auf die Kenntnisse, Systeme und Prozesse der Kapitalverwaltungsgesellschaft das Sondervermögen weder weiterführen noch abwickeln. Diesen Zugriff hat der Insolvenzverwalter kraft Gesetzes; er ist – anders als es die Verwahrstelle wäre – damit nicht auf die vertragliche Anbindung Dritter – die zum Vertragsabschluss nicht verpflichtet sind – angewiesen und damit aus unserer Sicht besser als die Verwahrstelle geeignet, zusammen mit der Verwahrstelle – die ihre Verwahrstellenfunktion in diesem Fall beibehält – entweder eine neue Kapitalverwaltungsgesellschaft zu finden oder das Sondervermögen abzuwickeln. Er kann durch die Mitarbeiter der Kapitalverwaltungsgesellschaft wie bisher insbesondere auch die laufende Portfolioverwaltung der einzelnen Fonds sicherstellen und aufgrund einer Gesamtbewertung entscheiden, ob für alle Fonds eine einzige Nachfolge-Kapitalverwaltungsgesellschaft gesucht werden soll oder ob die Fonds auf unterschiedliche Nachfolge-Kapitalverwaltungsgesellschaften aufgeteilt werden sollen.
- Je nach Größe der Kapitalverwaltungsgesellschaft müssten im Falle des Verlustes des Verwaltungsrechts der Kapitalverwaltungsgesellschaft nach derzeitigem Rechtslage die von der Kapitalverwaltungsgesellschaft verwalteten Fonds (ggf. dutzende oder hunderte Fonds) und thematisch höchst unterschiedlichen Fonds (Wertpapierfonds, Immobilienfonds, Private Equity- Fonds etc.) auf einen Schlag von der Verwahrstelle fortgeführt werden, um in dieser Zeit nach einer Alternativ-Kapitalverwaltungsgesellschaft zu suchen oder diese Fonds nach erfolgloser Suche abzuwickeln.
- Dem Insolvenzrecht ist eine Abwicklung von Treuhandvermögen gesondert von der Insolvenzmasse geläufig. Hier wäre allenfalls die oben vorgeschlagene gesetzgeberische Klarstellung hilfreich, dass auch ein investmentrechtliches Sondervermögen bei fehlender Rechtspersönlichkeit ein von der Insolvenzmasse gesondertes Treuhandvermögen darstellt. Auf diese Weise bliebe den Gläubigern des Sondervermögens das Sondervermögen als Haftungsmasse erhalten.

- Bei einem Verbleib des Sondervermögens (einschließlich der Verbindlichkeiten) bei der Kapitalverwaltungsgesellschaft unter dem Regime des Insolvenzrechts ist es möglich, (i) das Sondervermögen weiterhin als solches zu erhalten und fortzuführen sowie (ii) dem Insolvenzverwalter ein Wahlrecht darüber einzuräumen, ob die Verwaltung des Sondervermögens unter dem KAGB fortgeführt werden soll, was die Möglichkeit mit einschließt, (a) das Verwaltungsmandat zu kündigen oder (b) die Verwaltung oder Abwicklung des Sondervermögens auf eine andere Kapitalverwaltungsgesellschaft zu übertragen (§ 100 b KAGB).
- Durch die Trennung zwischen dem Sondervermögen und der Vermögensmasse der Kapitalverwaltungsgesellschaft auch in der Insolvenz der Kapitalverwaltungsgesellschaft, müssen für Rechnung des Sondervermögens aufgenommene Verbindlichkeiten nicht gegen das Vermögen der Kapitalverwaltungsgesellschaft gerechnet werden, das den Gläubigern der von der Kapitalverwaltungsgesellschaft für eigene Rechnung begründeten Vertragsverhältnisse zur Befriedigung ihrer Ansprüche zur Verfügung steht. Die Gläubiger der für Rechnung des Sondervermögens aufgenommenen Verbindlichkeiten behalten dagegen ihre in der Regel abgetretenen Aufwendungsersatzansprüche, die praktisch aus dem Sondervermögen bedient werden. Ein konsistenter Verbleib der Verbindlichkeiten für Rechnung von Sondervermögen und der diesbezüglichen Aufwendungsersatzansprüche bei der Kapitalverwaltungsgesellschaft dient damit auch dem **Schutz der originären Gläubiger der Kapitalverwaltungsgesellschaft in deren Insolvenz**, weil sie nicht mit den Gläubigern der Sondervermögen um die Masse der Kapitalverwaltungsgesellschaft konkurrieren müssen. Auch die Interessen der Anleger des Sondervermögens sind – wie bisher – durch die gesetzlichen Fremdfinanzierungsquoten nach dem KAGB geschützt.
- Zur Anpassung des § 154 KAGB: Der Referentenentwurf sieht in § 154 Abs. 2 Nr. 2 KAGB vor, dass die Kapitalverwaltungsgesellschaft in den Konstellationen des § 100 KAGB als Liquidator bestellt werden kann. Sofern in den Fällen der Kündigung des Verwaltungsmandats durch die Kapitalverwaltungsgesellschaft § 99 Abs. 1 KAGB entsprechend gilt, was u.E. aus den bei § 99 KAGB und § 257 KAGB genannten Gründen auch hier geboten erscheint, wäre der Anwendungsbereich des § 154 Abs. 2 begrenzt auf Konstellationen, in denen das Verwaltungsrecht der Kapitalverwaltungsgesellschaft aus anderen Gründen, denn einer Kündigung erloschen ist (in der Regel bei Insolvenz oder Entzug der Erlaubnis). Gerade in diesen Konstellationen halten wir die praktischen Anwendungsfälle für die Tätigkeit der Kapitalverwaltungsgesellschaft als Liquidator für sehr begrenzt. Stattdessen möchten wir auch hier vorschlagen, dass der Insolvenzverwalter oder ein Sonderbeauftragter mit der Liquidation betraut wird, wenn keine Fortführung des Investmentvermögens möglich ist.

5. Konkretisierung des KAGB-Verweises auf die Verordnung über den Ersatz von Aufwendungen der Intermediäre (IntermAufwErsV)

Gerne möchten wir die Gelegenheit der Konsultation auch nutzen, um die Anwendbarkeit der IntermAufwErsV (BGBl. 2025 I Nr. 104) im Kontext des Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB)

rechtssicher und eindeutig zu regeln. Die Begründung zur IntermErsAufwV (BArz AT B2), die zum 1.5.2025 in Kraft getreten ist, stellt im Allgemeinen Teil (II.) klar, dass „die Verordnung durch § 167 Absatz 3 Satz 4 KAGB auch auf die Bereitstellung, Übermittlung und Vervielfältigung von Informationen nach § 167 Absatz 3 Satz 1 und 2 KAGB Anwendung findet“. Um diesen Verweis zu konkretisieren und Rechtssicherheit herzustellen, schlagen wir folgende Änderung zu § 167 Abs. 3 Satz 4 KAGB vor:

64a. § 167 Abs. 3 wird wie folgt geändert:

a) Satz 4 wird durch folgenden Satz 4 ersetzt:

„Für die Höhe des Aufwendungsersatzanspruchs gilt § 4 Absatz 1 Nr. 2 und 3 und Absatz 2 der Intermediäre-Aufwendungsersatz-Verordnung vom 1. April 2025 (BGBl. 2025 I Nr. 104) in der jeweils geltenden Fassung entsprechend.“

b) Satz 5 wird gestrichen.

Begründung zu 64a.

Für den Aufwendungsersatz der depotführenden Stellen verwies § 167 Abs. 3 KAGB bislang auf eine noch zu erlassende Verordnung und sah für eine Übergangszeit die entsprechende Anwendung der Verordnung über den Ersatz von Aufwendungen der Kreditinstitute vom 17. Juni 2003 (BGBl. I S. 885) vor. Mit Inkrafttreten der neuen IntermAufwErsV zum 1. Mai 2025 ist diese Übergangsregelung obsolet geworden. Die vorgeschlagene Gesetzesänderung konkretisiert den nunmehr geltenden Verweis und stellt klar, dass die Regelungen der IntermAufwErsV auch im Anwendungsbereich des § 167 Abs. 3 KAGB entsprechend gelten. Damit wird ein einheitlicher Rechtsrahmen für den Aufwendungsersatz bei der Bereitstellung, Übermittlung und Vervielfältigung von Anlegerinformationen geschaffen.