Großkommentare der Praxis

Baur/Tappen

Investmentgesetze

Großkommentar

3., neu bearbeitete Auflage

herausgegeben von
Dr. Jürgen Baur
Rechtsanwalt in Köln und
Prof. Dr. Falko Tappen
Rechtsanwalt, Fachanwalt für Steuerrecht, Steuerberater in Frankfurt am Main

Zweiter Band
§§ 273–355 KAGB; InvStG

Bearbeiter:
KAGB
§§ 273, 282: Andrea München
§§ 274–277, 280–281: Andrea München/Markus München
§§ 278–279: Joachim Schneider
§§ 283–284: Marco Zingler
§§ 285–288: Sebastian Hartrott
§§ 289–292, 314–320: Caspar Behme
§§ 293–308: Frank Zingel
§§ 309–313: Ulf Klebeck
§§ 321, 323: Karin Lichtenstein
§§ 322, 324, 329: Katrin Ebel
§§ 325–328, 330–330a: Anna Lucia Izzo-Wagner/Volker Baas
§§ 331–336: Jan-Tibor Böttcher
§§ 337–338: Thomas Jesch
§§ 339–341: Tom Herberger
§§ 342–343: Finn Gerlach
§ 344: Finn Gerlach/Tom Herberger
§§ 345–355 (ohne § 346): Finn Gerlach
§ 346: Petra Reinholz

Investmentsteuergesetz
§ 1: Alexander Hagen/Petar Groseta/Julia Schilling/Christof Jenett
§§ 2–3: Horst Mertes
§§ 3a, 12–13: Peter Schäfer/Christian Schinzl
§§ 4, 8, 11, 15: Heiko Stoll/Martin Schuh
§ 5: Lidija Delčev/Timo Hillebrand/Nadine Russer
§ 6: Alexander Hagen/Petar Groseta/Tim Hackemann/Julia Schilling
§ 7: Sabine Köhler
§§ 9, 10: Heinz Zimmermann/Martin Zackor
§ 14: Thomas Jesch/Sabrina Siemko
§ 15a: Martin Heinsius/Peter Schäfer/Christian Schinzl
§§ 16, 18, 21, 23: Martin Heinsius/Marc Fellner
§ 17a: Martin Riegel/Stefan Königer
§§ 17, 22: Björn Enders
§§ 19–20: Timo Hillebrand/Nadine Russer

DE GRUYTER

Stand der Bearbeitung: September 2014

Zitiervorschlag: z.B.: Baur/Tappen/*Bearbeiter* § 320 KAGB Rn. 2
Baur/Tappen/*Bearbeiter* § 1 InvStG Rn. 3

ISBN 978-3-11-035450-8
e-ISBN (PDF) 978-3-11-035455-3
e-ISBN (EPUB) 978-3-11-038352-2

Library of Congress Cataloging-in-Publication Data
A CIP catalog record for this book has been applied for at the Library of Congress.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über http://dnb.d-nb.de abrufbar.

© 2015 Walter de Gruyter GmbH, Berlin/München/Boston
Datenkonvertierung und Satz: jürgen ullrich typosatz, Nördlingen
Druck und Bindung: Druckerei C.H.Beck, Nördlingen
♾ Gedruckt auf säurefreiem Papier
Printed in Germany

www.degruyter.com

Die Bearbeiter der 3. Auflage

Marc von Ammon, Rechtsanwalt/Fachanwalt für Bank- und Kapitalmarktrecht, Jones Day, München
Dr. **Volker Baas**, Rechtsanwalt, Taylor Wessing, Frankfurt am Main
Damir Barac, Wirtschaftsprüfer, Ernst & Young GmbH, Eschborn
Dr. **Caspar Behme**, Wissenschaftlicher Assistent, Lehrstuhl für Bürgerliches Recht, Deutsches, Europäisches und Internationales Unternehmensrecht, Ludwig-Maximilians-Universität, München
Dr. **Florian Bentele**, Rechtsanwalt, Frankfurt am Main
Dr. **Jan-Tibor Böttcher**, Rechtsanwalt, Berlin
Bastian Bubel, Rechtsanwalt, Bubel & Roth Rechtsanwälte, Frankfurt am Main
Lidija Delčev, Diplom-Ökonomin, Ernst & Young GmbH, Eschborn
Manfred Dietrich, Rechtsanwalt, Van Campen Liem, Luxembourg
Nico Dorenkamp, Rechtsanwalt/Steuerberater, optegra GmbH & Co. KG WPG/StBG, München
René Dubois, Rechtsanwalt, Noerr LLP, Düsseldorf
Katrin Ebel, Volljuristin, Hannover
Dr. **Björn Enders**, Rechtsanwalt/Fachanwalt für Steuerrecht/Steuerberater/Diplom-Finanzwirt (FH)/Licencié en Droit (Paris II), DLA Piper UK LLP, Frankfurt am Main
Liliane Feller, Rechtsreferendarin, OLG München
Marc Fellner, Rechtsanwalt/Steuerberater, DLA Piper UK LLP, Frankfurt am Main
Dr. **Burkhard Führmeyer**, Rechtsanwalt, DLA Piper UK LLP, Frankfurt am Main
Thomas Geese, Steuerberater, Société Générale Securities Services GmbH, Unterföhring
Finn Gerlach, Rechtsanwalt, Lindemann Schwennicke & Partner, Berlin
Dr. **Matthias Geurts**, Rechtsanwalt, Noerr LLP, Frankfurt am Main
Dr. **Harald Glander**, Rechtsanwalt, Simmons & Simmons LLP, Frankfurt am Main
Lissie Goldbach, Rechtsreferendarin, OLG Celle
Jens Grimm, Wirtschaftsprüfer/Steuerberater, München
Petar Groseta, Steuerberater, Ernst & Young GmbH, Eschborn
Tim Hackemann, Rechtsanwalt/Steuerberater, Ernst & Young GmbH, Eschborn
Alexander Hagen, Rechtsanwalt/Steuerberater, Ernst & Young GmbH, Eschborn
Dr. **Mathias Hanten**, Rechtsanwalt, DLA Piper UK LLP, Frankfurt am Main
Sebastian Hartrott, Rechtsanwalt, optegra GmbH & Co. KG WPG/StBG, München
Dr. **Carlo Heck**, Rechtsanwalt, Lapithus Management S.à.r.l., Luxembourg
Martin Heinsius, Rechtsanwalt/Steuerberater, DLA Piper UK LLP, Frankfurt am Main
Tom Herberger, Wissenschaftlicher Mitarbeiter, Deutscher Bundestag, Berlin
Frank Herring, Rechtsanwalt, Allen & Overy LLP, Frankfurt am Main
Dr. **Florian Herrmann**, Rechtsanwalt/Fachanwalt für Handels- und Gesellschaftsrecht, Langwieser Rechtsanwälte, München
Nadine Hesser, Rechtsanwältin/Fachanwältin für Arbeitsrecht, DLA Piper UK LLP, Frankfurt am Main
Timo Hillebrand, Diplom Wirtschaftsjurist (FH), Ernst & Young GmbH, Eschborn
Prof. Dr. **Fabian Hinrichs**, Rechtsanwalt, Frankfurt am Main
Martin Hüwel, Rechtsanwalt, Dechert LLP, Frankfurt am Main
Dr. **Anna Lucia Izzo-Wagner**, Rechtsanwältin, Taylor Wessing, Frankfurt am Main
Christof G. Jenett, Rechtsanwalt/Steuerberater, Ernst & Young GmbH, Eschborn
Dr. **Thomas A. Jesch**, Rechtsanwalt, Kaye Scholer LLP, Frankfurt am Main
Dirk Jessen, Steuerberater/Wirtschaftsprüfer RBS RoeverBroennerSusat GmbH & Co. KG, Hamburg
Dr. **Matthias Josek**, Deutsche Asset & Wealth Management Investment GmbH, Frankfurt am Main
Valeska Karcher, Rechtsanwältin, Allen & Overy LLP, Frankfurt am Main
Dr. **Bert Kimpel**, Rechtsanwalt/Steuerberater, Taylor Wessing, Frankfurt am Main
Dr. **Jens Kirchner**, Rechtsanwalt, DLA Piper UK LLP, Frankfurt am Main
Dr. **Ulf Klebeck**, Justiziar, Zürich
Dr. **Fabian Klein**, Rechtsanwalt, DLA Piper UK LLP, Frankfurt am Main
Florian Kloster, Wissenschaftlicher Mitarbeiter, Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insb. Betriebswirtschaftliche Steuerlehre, Saarbrücken
Sabine Köhler, Rechtsanwältin/Steuerberaterin, München
Dr. **Stefan Königer**, Steuerberater, Ernst & Young GmbH, Stuttgart

Dr. **Jan Könnecke**, Rechtsanwalt, Könnecke Naujok, Frankfurt am Main
Jannes Kracke, Rechtsanwalt, HANSAINVEST Hanseatische Investment-GmbH, Hamburg
Andreas B. Lammel, Bad Schwalbach
Karin Lichtenstein, Rechtsanwältin, Hannover und Schiffdorf
Dr. **Detmar Loff**, Rechtsanwalt, Allen & Overy LLP, Frankfurt am Main
Norman Mayr, Rechtsanwalt, Simmons & Simmons LLP, Frankfurt am Main
Elnaz Mehrkhah, Wissenschaftliche Mitarbeiterin/Dokotorandin, DLA Piper UK LLP, Frankfurt am Main
Horst Mertes, Rechtsanwalt/Steuerberater, Frankfurt am Main
Jens Moericke, Rechtsanwalt, Allen & Overy LLP, Frankfurt am Main
Nic Müller, Steuerberater/Wirtschaftsprüfer, KPMG Luxembourg S.à.r.l., Luxembourg
Andrea München, Rechtsanwältin/Avocatà la Cour, DLA Piper UK LLP, Frankfurt am Main/Luxembourg
Dr. **Markus München**, Rechtsanwalt, Baker & McKenzie, Frankfurt am Main
Titus Noltenius, Rechtsanwalt, Frankfurt am Main
Petra Reinholz, Rechtsanwältin, DLA Piper UK LLP, Frankfurt am Main
Stephan Reiss, Rechtsanwalt, Ernst & Young Law GmbH, Eschborn
Martin Riegel, Rechtsanwalt/Fachanwalt für Steuerrecht/Steuerberater, Ernst & Young GmbH, Eschborn
Maximilian von Rom, Rechtsanwalt, Gleiss Lutz, Frankfurt am Main
Nadine Russer, Steuerberaterin, Ernst & Young GmbH, Eschborn
Oliver Schachinger, Rechtsanwalt, Frankfurt am Main/Luxembourg
Dr. **Peter Schäfer**, Rechtsanwalt/Fachanwalt für Steuerrecht, Hanau/Frankfurt am Main
Julia Schilling, Rechtsanwältin/Steuerberaterin, Ernst & Young GmbH, Eschborn
Christian Schinzl, Steuerberater/Wirtschaftsprüfer, Frankfurt am Main
Joachim Schneider, Referent, BaFin, Frankfurt am Main
Martin Schuh, Rechtsanwalt, Kassel
Tilman Schultheiß, Rechtsanwalt, Thümmel, Schütze & Partner, Dresden
Dr. **Nina-Luisa Siedler**, Rechtsanwältin, DLA Piper UK LLP, Berlin
Sabrina Siemko, Rechtsanwältin, Kaye Scholer LLP, Frankfurt am Main
Dr. **Lea Maria Siering**, Rechtsanwältin, Taylor Wessing, Berlin
Peggy Steffen, Rechtsanwältin, BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V., Frankfurt am Main
Heiko Stoll, Rechtsanwalt/Steuerberater, Simmons & Simmons LLP, Frankfurt am Main
Prof. Dr. **Falko Tappen**, Rechtsanwalt/Fachanwalt für Steuerrecht/Steuerberater, Frankfurt am Main
Dr. **Sebastian Taschke**, Rechtsanwalt, Hauck & Aufhäuser Privatbankiers KGaA, Frankfurt am Main
Sebastian Tusch, Rechtsanwalt, Gleiss Lutz, Frankfurt am Main
Simon Weber, Rechtsanwalt, Berlin
Christopher Virreira Winter, Rechtsanwalt, Frankfurt am Main
Katja Simone Wülfert, Rechtsanwältin, Société Générale Securities Services GmbH, Unterföhring
Martin Zackor, Rechtsanwalt, Gleiss Lutz, Frankfurt/Main
Heinz Zimmermann, Rechtsanwalt/Wirtschaftsprüfer/Steuerberater, DLA Piper UK LLP, Köln
Dr. **Frank Zingel**, Rechtsanwalt, lindenpartners, Berlin
Marco Zingler, Rechtsanwalt/Dipl.-Finanzwirt (FH), Allen & Overy LLP, Frankfurt am Main

Vorwort zur 3. Auflage

Die 3. Auflage des Kommentars Investmentgesetze erscheint 18 Jahre nach der 2. Auflage. 1996 war maßgebende Rechtsgrundlage für das Investmentsparen in Deutschland sowohl in zivilrechtlicher, aufsichtsrechtlicher als auch in steuerrechtlicher Hinsicht das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG). Den öffentlichen Vertrieb ausländischer Investmentanteile und die steuerliche Behandlung der Erträge aus ausländischen Investmentanteilen regelte das Auslandinvestment-Gesetz (AuslInvestmG). Zur Fortentwicklung der Fondsidee und zugleich zur Förderung des Investmentstandortes Deutschland trugen die verschiedenen Finanzmarktförderungsgesetze von 1990, 1994 (2. FMFG), 1998 (3. FMFG) und 2002 (4. FMFG) bei. Eine Zäsur und zugleich eine strukturelle Anpassung an die europarechtlichen Entwicklungen in den OGAW-/UCITS-Richtlinien brachte 2003 das Investmentmodernisierungsgesetz. Dieses Gesetz hat das KAGG und das AuslInvestmG aufgehoben und durch das Investmentgesetz (InvG), in das die Organisations-, Aufsichts- und Vertriebsvorschriften, und durch das Investmentsteuergesetz (InvStG), in das die steuerrechtlichen Vorschriften beider Gesetze übernommen wurden, ersetzt. Die Fortentwicklung des europäischen Investmentrechts, aber auch die Notwendigkeit eines modernen und leistungsfähigen Regulierungs- und Aufsichtsrahmens zur Steigerung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit der Fondsbranche, erforderten weitere Anpassungen des InvG durch das Investmentänderungsgesetz (InvÄndG) von 2007. Durch dieses Gesetz ist die Kreditinstitutseigenschaft von Kapitalanlagegesellschaften entfallen. Die Genehmigungspraxis der Aufsichtsbehörde wurde weiter vereinfacht und im Spezialfondsbereich wurden institutionelle Investoren von Regelungen entlastet, die dem Schutz von Privatanlegern dienen. Weitere Änderungen brachte die Umsetzung der EU-OGAW IV-Richtlinie in deutsches Recht und 2011 das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz mit seinen Neuregelungen für Immobilien-Sondervermögen. Mit der OGAW IV-Richtlinie wurde der EU-Pass für Fondsgesellschaften geschaffen. Eine in Vorbereitung befindliche OGAW V-Richtlinie enthält vor allem Schutzvorschriften für die Anleger.

Von größerer Bedeutung als die OGAW-Richtlinien ist für die Investmentbranche die Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Richtlinie). Die AIF-Manager benötigen zukünftig eine europaweit geltende Erlaubnis für das Fondsmanagement. Der deutsche Gesetzgeber hat diese Richtlinie zum Anlass genommen, zugleich den grauen Kapitalmarkt umfassend zu regulieren. Hierzu hatte es bereits 1977 erste Ansätze mit einem nicht realisierten Entwurf eines Gesetzes über den Vertrieb von Anteilen an Vermögensanlagen gegeben (BR-Drucks. 407/77). Die Umsetzung der AIFM-Richtlinie erfolgte in dem Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB), das seit dem 22.7.2013 in Kraft ist, und durch das zugleich das InvG aufgehoben wurde. Durch das Gesetz zur Anpassung von Gesetzen auf dem Gebiet des Finanzmarkts vom 18.7.2014, auch Reparaturgesetz genannt, ist ergänzend neben redaktionellen Anpassungen eine Abgrenzung offener und geschlossener Investmentvermögen nach den EU-Vorgaben erfolgt. Das KAGB bleibt zu einem Teil in der Systematik des InvG und ergänzt es durch ein geschlossenes Regelwerk für alle Fondsmanager und alle Typen von Investmentfonds einschließlich der bisher nicht regulierten Fonds, wie z.B. Private Equity-Fonds oder geschlossene Immobilienfonds. Mit dem KAGB werden neue Begriffe eingeführt. So tritt an die Stelle des Begriffs der Kapitalanlagegesellschaft (KAG) der Begriff der Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG). Diese unterscheidet sich nach Art des verwalteten Investmentvermögens in OGAW-KVG und AIF-KVG. Der Begriff der Depotbank wird durch den der Verwahrstelle ersetzt. Zu erwähnen ist weiterhin, dass das KAGB gleichzeitig aufgrund europarechtlicher Vorgaben zum sog. rein materiellen Fondsbegriff zurückkehrt, wonach grundsätzlich jede ver-

tragliche und gesellschaftsrechtliche Struktur erfasst sein kann, sofern ein Investmentvermögen gegeben ist. Unter den Begriff des Investmentvermögens fällt jeder Organismus für gemeinsame Anlagen, wenn er von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen der Anleger zu investieren, und der kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors ist. Fonds, die den materiellen Anforderungen des KAGB nicht genügen, stellen unerlaubtes Investmentgeschäft dar.

Mit der Einführung der AIF ergab sich ebenfalls die Notwendigkeit, die steuerrechtlichen Vorschriften des InvStG zu ändern. Dies geschah durch das AIFM-Steuer-Anpassungsgesetz (AIFM-StAnpG) vom 18.12.2013. Unter das InvStG in der geänderten Fassung fallen neben offenen Fonds nunmehr auch alle geschlossenen Fonds. Halten OGAW und offene AIF die vorgegebenen Anlagebestimmungen ein, werden sie als Investmentfonds bezeichnet. Es gelten für die Anleger wie bisher günstige Steuerregelungen. Soweit dies nicht der Fall ist, greifen die neuen Konzepte der Investitionspersonen- bzw. Investitionskapitalgesellschaft. Es ist zu befürchten, dass es gerade die Investitionskapitalgesellschaften sind, die zu steuerlichen Überraschungen bei Investoren führen werden, da unter Umständen weder Teileinkünfteverfahren noch Freistellungsverfahren Anwendung finden können. Auch die Anwendbarkeit des Außensteuergesetzes wirft interessante neue Fragestellungen auf.

Die große Zahl von Gesetzesänderungen seit Erscheinen der 2. Auflage und zuletzt das KAGB und das InvStG in der Fassung des AIFM-StAnpG machten eine grundlegende Neuauflage des Kommentars unumgänglich. Die Kommentierung beschränkt sich wesentlich auf die vorgenannten Gesetze und in einem separaten Band, der als Nachzügler erscheint, die Investmentgesetzgebung in Luxemburg. Der Verfasser der beiden ersten Auflagen sah sich nicht mehr in der Lage, alleine die Kommentierung auf den neuesten Stand zu bringen und zu verantworten, auch wenn er schon in den Vorauflagen von Fachleuten aus der Investmentpraxis unterstützt worden ist und zusätzlich eigene Erfahrungen als Geschäftsführer einer Wertpapier-KAG und später einer Immobilien-KAG einbringen konnte. Auf Initiative des Verlags wurden über längere Zeit Kontakte zu jüngeren Fachautoren geknüpft. Als erfolgreich erwies sich der Kontakt zu Herrn Professor Dr. Falko Tappen, der als Fachanwalt für Steuerrecht und Steuerberater zunächst bei Freshfields Bruckhaus Deringer LLP, Frankfurt, und dann bei DLA Piper UK LLP, Frankfurt, tätig war. Gegenwärtig berät Professor Dr. Tappen neben seiner Hochschultätigkeit an der Fachhochschule Worms im Rahmen der von ihm gegründeten Kanzlei TCS Treuhand Steuerberatungsgesellschaft mbH. Sowohl der Verfasser der Vorauflagen als auch Herr Rechtsanwalt Professor Dr. Tappen beschlossen, die Neuauflage als Herausgeber zu begleiten. Die wesentliche Arbeit lag bei Herrn Rechtsanwalt Professor Dr. Tappen, der den Kreis der Autorinnen und Autoren aussuchte und mit ihnen nicht nur die vorbereitenden Gespräche führte, sondern auch deren Kommentierungen begleitete und über die gesamte Zeit als Ansprechpartner zur Verfügung stand. Als besonderer Glücksfall erwies sich Frau Elnaz Mehrkhah, Doktorandin und Wissenschaftliche Mitarbeiterin/Trainee Lawyer bei DLA Piper UK LLP, die den Kontakt zu allen Autorinnen und Autoren und den verantwortlichen Redakteuren beim Verlag hielt, die Manuskripte einforderte und überprüfte und durch ihren unermüdlichen Einsatz entscheidend zum Gelingen dieses Werkes beitrug. In ihren Händen lag in Kooperation mit dem Verlag auch die erfolgreiche Durchführung einer Autorenkonferenz am 12.6.2013 in Frankfurt am Main. Ihr gebührt mithin unser ganz besonderer Dank für ihre hervorragende fachkompetente Unterstützung und ihr persönliches Engagement bei allen fachlichen und administrativen Belangen. Vor diesem Hintergrund freuen wir uns sehr – nach Rücksprache und mit Zustimmung der Verantwortlichen beim De Gruyter Verlag – bereits jetzt ankündigen zu

können, Frau Elnaz Mehrkhah ab der nächsten Auflage als Herausgeber für unser Werk gewonnen zu haben und sie im Herausgeber-Team begrüßen zu dürfen.

Weiterhin gilt der besondere Dank der Herausgeber allen, die bei der Fertigstellung der 3. Auflage tatkräftig mitgewirkt haben, zunächst dem Verlag Walter de Gruyter, insbesondere Herrn Eike Böttcher, und in seiner Nachfolge, Frau Dominique Tank. Die Herausgeber danken selbstverständlich den Autorinnen und Autoren, die uns teils im Team, teils alleine ihre Expertise in der Kommentierung zur Verfügung gestellt haben, und auch dafür, dass sie in der Vorbereitungszeit nicht den Mut verloren haben, trotz wiederholter Gesetzesänderungen mit großer Geduld und großem Verständnis und neben der täglichen Arbeitsbelastung an diesem umfangreichen Werk mitzuarbeiten. Wir hoffen aber, dass die Mühe sich gelohnt hat und freuen uns auf Anregungen, Hinweise und konstruktive Kritik aus der Leserschaft.

Köln und Frankfurt am Main, Oktober 2014 Rechtsanwalt Dr. Jürgen Baur
Rechtsanwalt, Steuerberater Professor Dr. Falko Tappen

Vorwort zur 2. Auflage

Seit Erscheinen der 1. Auflage sind 26 Jahre vergangen. Die Anlage in Investmentfonds erfreut sich allgemeinen Interesses. Dieses weltweite Phänomen beschränkt sich nicht auf die Industrienationen, sondern hat auch die jungen Märkte („emerging markets") erfaßt. Privatpersonen (über Publikumsfonds), Institutionen und Unternehmen (insbes. über Spezialfonds) bedienen sich in gleicher Weise der vielfältigen Anlagemöglichkeiten und Verwaltungsvorteile der Investmentanlage. Das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG), die maßgebende Rechtsgrundlage für die Investmentfonds in Deutschland, und das Auslandinvestment-Gesetz (AuslInvestmG), das den öffentlichen Vertrieb ausländischer Investmentanteile und die steuerliche Behandlung ausländischer Investmenterträge regelt, sind mehrfach geändert worden. Wesentliche Änderungen ergaben sich aus der Körperschaftsteuerreform 1976, dem (1.) Finanzmarktförderungsgesetz von 1990 mit der Anpassung an die OGAW-Richtlinie (Richtlinie 85/611/EWG), den Vertriebserleichterungen für EG-Investmentanteile, dem Zugang zu den Derivaten und der Deregulierung für Spezialfonds, dem Zinsabschlaggesetz von 1992, dem Mißbrauchsbekämpfungs- und Steuerbereinigungsgesetz von 1993 mit der Einführung der Besteuerung des Zwischengewinns und dem 2. Finanzmarktförderungsgesetz von 1994 mit Erweiterungen der Anlagemöglichkeiten im derivativen Geschäft, der Zulassung von Geldmarktfonds und der Einbeziehung ausländischer Geldmarktfonds in das AuslInvestmG. Durch das Zweite Vermögensbeteiligungsgesetz von 1986 ist das KAGG um Vorschriften für Beteiligungs-Sondervermögen erweitert worden, deren praktische Anwendung jedoch noch aussteht.

Die Vielzahl von Gesetzesänderungen erforderte eine umfassende Revision des Kommentars. Um den Umgang mit den Erläuterungen zu erleichtern, wurde ein Randnummernsystem eingeführt. Dem Kommentar ist vorangestellt eine allgemeine Einleitung, die in Teil I Begriffe des Investmentsparens erläutert, in Teil II einen Überblick über die Europäischen Harmonisierungsbestrebungen gibt und in Teil III Grundinformationen zur Situation der Investmentfonds (UCITS/Mutual Funds) in den Mitgliedstaaten der EG/Vertragsstaaten des EWR sowie in der Schweiz, in Japan und in den USA vermittelt.

Die Neufassung des Kommentars ist das Ergebnis einer Vielzahl von Gesprächen mit der Aufsichtsbehörde, mit Fachkollegen und Wirtschaftsprüfern. Die bis Ende 1995 veröffentlichten Schreiben des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen und der Finanzverwaltung sowie die wesentliche Literatur sind berücksichtigt. Ich nehme die Gelegenheit wahr, allen, die mich bei der mehrjährigen Vorbereitung mit ihren Anregungen unterstützt haben, zu danken. Stellvertretend gilt ein besonderer Dank meiner Sekretärin, Frau Mittné, die sich mit großer Sorgfalt und Geduld meinem wiederholt geänderten Manuskript angenommen und die Reinschrift gefertigt hat. Mein Dank gilt auch dem Verlag Walter de Gruyter für die verlegerische Betreuung und die Bereitschaft, die bereits gesetzten Texte entsprechend den Gesetzesänderungen zu aktualisieren.

Köln, im Februar 1996 Jürgen Baur

Vorwort zur 1. Auflage

Seit 1957 der Gesetzgeber dem Investmentsparen mit dem Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) eine eigene Ordnung gegeben hat, ist es dieser Anlageform gelungen, sich in der Bundesrepublik einen festen Platz neben dem Kontensparen und dem klassischen Wertpapiersparen zu erringen. Der rechtliche Rahmen des KAGG hat sich bewährt. Anlässe zu höchstrichterlicher Rechtsprechung wurden nicht gegeben. Um so größer ist die Zahl wissenschaftlicher Untersuchungen, die sich mit dieser Fundgrube rechtstheoretischer Erörterungen befassen. Auch in der Praxis entstanden Probleme, wenn es galt, den gesetzlichen Rahmen in der bestmöglichen Weise zu nutzen. Da der 1957 erschienene Kommentar von Tormann und Siara und auch die Erläuterungen von Dürre, Full und Beyer-Fehling naturgemäß der Entwicklung nicht vorausgreifen konnten, erschien mir die Novellierung des KAGG anläßlich der Verabschiedung des Auslandsinvestmentgesetzes ein guter Anlaß, in einer neuen Kommentierung die Erkenntnisse der Jahre seit 1957 zu verarbeiten. Hierbei habe ich versucht, vor allem dem Standpunkt der Praxis Rechnung zu tragen, der ich auf Grund meiner jetzigen Tätigkeit und meiner früheren Mitarbeit im Bundesverband deutscher Banken besonders nahe stehe.

Eine juristisch reizvolle Aufgabe war es für mich, gleichzeitig das Auslandsinvestmentgesetz zu erläutern. Dieses Gesetz besitzt viele Berührungspunkte mit dem KAGG. Andererseits wird erstmals versucht, durch die Regelung des Vertriebs ausländischer Investmentanteile eine äußerst vielgestaltige Rechtsmaterie in einem Teilbereich in den Griff zu bekommen. Wenn sich dabei Lücken und mehrdeutige Begriffe im Gesetz nicht vermeiden ließen, so habe ich mich bemüht, praktische Lösungen anzustreben. Sollte deren Richtigkeit bezweifelt werden, so bin ich gerne bereit, meine Ergebnisse zu überdenken und will mich auch einer besseren Erkenntnis nicht verschließen. Daher bin ich für jede Anregung dankbar, die mir aus dem Kreise meiner Leser zugetragen wird.

Abschließend darf ich noch ein Wort des Dankes sagen an alle, die zum Gelingen meiner Arbeit beigetragen haben. Besonders verbunden bin ich für Hinweise und Vorschläge Frau Rechtsanwältin Friedel Bodenstein, Justitiarin der Commerzbank AG, Herrn Rechtsanwalt Dr. Dieter Holzheimer, Geschäftsführer des Bundesverbandes deutscher Banken, Herrn Assessor Heinz Jacobs, vormals Geschäftsführer der Arbeitsgemeinschaft Deutscher Investmentgesellschaften, jetzt Geschäftsführer des Bundesverbandes Investmentvertrieb Deutschland, Herrn Heinrich Stein, Abteilungsdirektor der Deutsche Bank AG, Herrn Dr. Ernst C. Stiefel, Attorney and Counsellor at Law (New York) und Rechtsanwalt (Düsseldorf), und Herrn ORR a.D. Hans Ziganke, stellvertretender Hauptgeschäftsführer des Bundesverbandes deutscher Banken.

Köln und Frankfurt am Main, Februar 1970 Jürgen Baur

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis —— **XXI**
Literaturverzeichnis —— **XXXI**

Kapitalanlagegesetzbuch

Kapitel 3
Inländische Spezial-AIF

Abschnitt 1
Allgemeine Vorschriften für inländische Spezial-AIF
§ 273 Anlagebedingungen —— **1**
§ 274 Begrenzung von Leverage —— **2**
§ 275 Belastung —— **3**
§ 276 Leerverkäufe —— **5**
§ 277 Übertragung von Anteilen oder Aktien —— **7**

Abschnitt 2
Vorschriften für offene inländische Spezial-AIF

Unterabschnitt 1
Allgemeine Vorschriften für offene inländische Spezial-AIF
§ 278 Bewertung, Bewertungsverfahren und Bewerter —— **8**
§ 279 Häufigkeit der Bewertung, Offenlegung —— **14**
§ 280 Master-Feeder-Strukturen —— **17**
§ 281 Verschmelzung —— **18**

Unterabschnitt 2
Besondere Vorschriften für allgemeine offene inländische Spezial-AIF
§ 282 Anlageobjekte, Anlagegrenzen —— **22**

Unterabschnitt 3
Besondere Vorschriften für Hedgefonds
§ 283 Hedgefonds —— **23**

Unterabschnitt 4
Besondere Vorschriften für offene inländische Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen
§ 284 Anlagebedingungen, Anlagegrenzen —— **40**

Abschnitt 3
Vorschriften für geschlossene inländische Spezial-AIF

Unterabschnitt 1
Allgemeine Vorschriften für geschlossene inländische Spezial-AIF
§ 285 Anlageobjekte —— **55**
§ 286 Bewertung, Bewertungsverfahren und Bewerter; Häufigkeit der Bewertung —— **56**

Unterabschnitt 2
Besondere Vorschriften für AIF, die die Kontrolle über nicht börsennotierte Unternehmen und Emittenten erlangen
§ 287 Geltungsbereich —— **58**
§ 288 Erlangen von Kontrolle —— **63**
§ 289 Mitteilungspflichten —— **65**
§ 290 Offenlegungspflicht bei Erlangen der Kontrolle —— **86**
§ 291 Besondere Vorschriften hinsichtlich des Jahresabschlusses und des Lageberichts —— **103**
§ 292 Zerschlagen von Unternehmen —— **110**

Kapitel 4
Vorschriften für den Vertrieb und den Erwerb von Investmentvermögen

Abschnitt 1
Vorschriften für den Vertrieb und den Erwerb von Investmentvermögen

Unterabschnitt 1
Allgemeine Vorschriften für den Vertrieb und den Erwerb von Investmentvermögen
§ 293 Allgemeine Vorschriften —— **124**
§ 294 Auf den Vertrieb und den Erwerb von OGAW anwendbare Vorschriften —— **134**
§ 295 Auf den Vertrieb und den Erwerb von AIF anwendbare Vorschriften —— **136**
§ 296 Vereinbarungen mit Drittstaaten zur OGAW-Konformität —— **143**

Unterabschnitt 2
Vorschriften für den Vertrieb und den Erwerb von AIF in Bezug auf Privatanleger und für den Vertrieb und den Erwerb von OGAW
§ 297 Verkaufsunterlagen und Hinweispflichten —— **145**
§ 298 Veröffentlichungspflichten und laufende Informationspflichten für EU-OGAW —— **153**
§ 299 Veröffentlichungspflichten und laufende Informationspflichten für EU-AIF und ausländische AIF —— **155**
§ 300 Zusätzliche Informationspflichten bei AIF —— **161**
§ 301 Sonstige Veröffentlichungspflichten —— **163**
§ 302 Werbung —— **164**
§ 303 Maßgebliche Sprachfassung —— **168**
§ 304 Kostenvorausbelastung —— **169**
§ 305 Widerrufsrecht —— **171**
§ 306 Prospekthaftung und Haftung für die wesentlichen Anlegerinformationen —— **176**

Unterabschnitt 3
Vorschriften für den Vertrieb und den Erwerb von AIF in Bezug auf semiprofessionelle und professionelle Anleger
§ 307 Informationspflichten gegenüber semiprofessionellen und professionellen Anlegern und Haftung —— **187**
§ 308 Sonstige Informationspflichten —— **191**

Abschnitt 2
Vertriebsanzeige und Vertriebsuntersagung für OGAW

Unterabschnitt 1
Anzeigeverfahren beim Vertrieb von EU-OGAW im Inland
§ 309 Pflichten beim Vertrieb von EU-OGAW im Inland —— **193**
§ 310 Anzeige zum Vertrieb von EU-OGAW im Inland —— **209**
§ 311 Untersagung und Einstellung des Vertriebs von EU-OGAW —— **219**

Unterabschnitt 2
Anzeigeverfahren für den Vertrieb von inländischen OGAW in anderen Mitgliedstaaten der Europäischen Union oder in Vertragsstaaten des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum
§ 312 Anzeigepflicht; Verordnungsermächtigung —— **230**
§ 313 Veröffentlichungspflichten —— **241**

Abschnitt 3
Anzeige, Einstellung und Untersagung des Vertriebs von AIF
§ 314 Untersagung des Vertriebs —— **244**
§ 315 Einstellung des Vertriebs von AIF —— **263**

Unterabschnitt 1
Anzeigeverfahren für den Vertrieb von Publikums-AIF, von EU-AIF oder von ausländischen AIF an Privatanleger im Inland
§ 316 Anzeigepflicht einer AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft beim beabsichtigten Vertrieb von inländischen Publikums-AIF im Inland —— **266**
§ 317 Zulässigkeit des Vertriebs von EU-AIF oder von ausländischen AIF an Privatanleger —— **276**
§ 318 Verkaufsprospekt und wesentliche Anlegerinformationen beim Vertrieb von EU-AIF oder von ausländischen AIF an Privatanleger —— **305**
§ 319 Vertretung der Gesellschaft, Gerichtsstand beim Vertrieb von EU-AIF oder von ausländischen AIF an Privatanleger —— **312**
§ 320 Anzeigepflicht beim beabsichtigten Vertrieb von EU-AIF oder von ausländischen AIF an Privatanleger im Inland —— **320**

Unterabschnitt 2
Anzeigeverfahren für den Vertrieb von AIF an semiprofessionelle Anleger und professionelle Anleger im Inland
§ 321 Anzeigepflicht einer AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft beim beabsichtigten Vertrieb von EU-AIF oder von inländischen Spezial-AIF an semiprofessionelle und professionelle Anleger im Inland —— **343**
§ 322 Anzeigepflicht einer AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft beim beabsichtigten Vertrieb von ausländischen AIF oder von inländischen Spezial-Feeder-AIF oder EU-Feeder-AIF, deren jeweiliger Master-AIF kein EU-AIF oder inländischer AIF ist, der von einer EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft oder einer AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft verwaltet wird, an semiprofessionelle und professionelle Anleger im Inland —— **356**
§ 323 Anzeigepflicht einer EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft beim beabsichtigten Vertrieb von EU-AIF oder von inländischen Spezial-AIF an semiprofessionelle und professionelle Anleger im Inland —— **369**

§ 324 Anzeigepflicht einer EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft beim beabsichtigten Vertrieb von ausländischen AIF oder von inländischen Spezial-Feeder-AIF oder EU-Feeder-AIF, deren jeweiliger Master-AIF kein EU-AIF oder inländischer AIF ist, der von einer EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft oder einer AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft verwaltet wird, an semiprofessionelle und professionelle Anleger im Inland —— **378**

§ 325 Anzeigepflicht einer ausländischen AIF-Verwaltungsgesellschaft, deren Referenzmitgliedstaat die Bundesrepublik Deutschland ist, beim beabsichtigten Vertrieb von EU-AIF oder von inländischen Spezial-AIF an semiprofessionelle und professionelle Anleger im Inland —— **386**

§ 326 Anzeigepflicht einer ausländischen AIF-Verwaltungsgesellschaft, deren Referenzmitgliedstaat die Bundesrepublik Deutschland ist, beim beabsichtigten Vertrieb von ausländischen AIF an semiprofessionelle und professionelle Anleger im Inland —— **396**

§ 327 Anzeigepflicht einer ausländischen AIF-Verwaltungsgesellschaft, deren Referenzmitgliedstaat nicht die Bundesrepublik Deutschland ist, beim beabsichtigten Vertrieb von EU-AIF oder von inländischen Spezial-AIF an semiprofessionelle und professionelle Anleger im Inland —— **406**

§ 328 Anzeigepflicht einer ausländischen AIF-Verwaltungsgesellschaft, deren Referenzmitgliedstaat nicht die Bundesrepublik Deutschland ist, beim beabsichtigten Vertrieb von ausländischen AIF an semiprofessionelle und professionelle Anleger im Inland —— **415**

§ 329 Anzeigepflicht einer EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft oder einer AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft beim beabsichtigten Vertrieb von von ihr verwalteten inländischen Spezial-Feeder-AIF oder EU-Feeder-AIF, deren jeweiliger Master-AIF kein EU-AIF oder inländischer AIF ist, der von einer EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft oder einer AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft verwaltet wird, oder ausländischen AIF an semiprofessionelle und professionelle Anleger im Inland —— **426**

§ 330 Anzeigepflicht einer ausländischen AIF-Verwaltungsgesellschaft beim beabsichtigten Vertrieb von ihr verwalteten ausländischen AIF oder EU-AIF an semiprofessionelle und professionelle Anleger im Inland —— **438**

§ 330a Anzeigepflicht von EU-AIF-Verwaltungsgesellschaften, die die Bedingungen nach Artikel 3 Absatz 2 der Richtlinie 2011/61/EU erfüllen, beim beabsichtigten Vertrieb von AIF an professionelle und semiprofessionelle Anleger im Inland —— **455**

Unterabschnitt 3
Anzeigeverfahren für den Vertrieb von AIF an professionelle Anleger in anderen Mitgliedstaaten der Europäischen Union und Vertragsstaaten des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum

§ 331 Anzeigepflicht einer AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft beim Vertrieb von EU-AIF oder inländischen AIF an professionelle Anleger in anderen Mitgliedstaaten der Europäischen Union oder in anderen Vertragsstaaten des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum; Verordnungsermächtigung —— **466**

§ 332 Anzeigepflicht einer AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft beim Vertrieb von ausländischen AIF oder von inländischen Feeder-AIF oder EU-Feeder-AIF, deren jeweiliger Master-AIF kein EU-AIF oder inländischer AIF ist, der von einer EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft oder einer AIF-Kapitalverwaltungs-

gesellschaft verwaltet wird, an professionelle Anleger in anderen Mitgliedstaaten der Europäischen Union oder in anderen Vertragsstaaten des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum —— **475**
§ 333 Anzeigepflicht einer ausländischen AIF-Verwaltungsgesellschaft, deren Referenzmitgliedstaat die Bundesrepublik Deutschland ist, beim Vertrieb von EU-AIF oder von inländischen AIF an professionelle Anleger in anderen Mitgliedstaaten der Europäischen Union oder in anderen Vertragsstaaten des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum —— **480**
§ 334 Anzeigepflicht einer ausländischen AIF-Verwaltungsgesellschaft, deren Referenzmitgliedstaat die Bundesrepublik Deutschland ist, beim Vertrieb von ausländischen AIF an professionelle Anleger in anderen Mitgliedstaaten der Europäischen Union oder in anderen Vertragsstaaten des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum —— **483**
§ 335 Bescheinigung der Bundesanstalt —— **488**

Unterabschnitt 4
Verweis und Ersuchen für den Vertrieb von AIF an semiprofessionelle und professionelle Anleger
§ 336 Verweise und Ersuchen nach Artikel 19 der Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 —— **489**

Kapitel 5
Europäische Risikokapitalfonds

§ 337 Europäische Risikokapitalfonds —— **493**

Kapitel 6
Europäische Fonds für soziales Unternehmertum

§ 338 Europäische Fonds für soziales Unternehmertum —— **497**

Kapitel 7
Straf-, Bußgeld- und Übergangsvorschriften

Abschnitt 1
Straf- und Bußgeldvorschriften
§ 339 Strafvorschriften —— **500**
§ 340 Bußgeldvorschriften —— **514**
§ 341 Beteiligung der Bundesanstalt und Mitteilungen in Strafsachen —— **537**
§ 342 Beschwerde- und Schlichtungsverfahren; Verordnungsermächtigung —— **540**

Abschnitt 2
Übergangsvorschriften

Unterabschnitt 1
Allgemeine Übergangsvorschriften für AIF-Verwaltungsgesellschaften
Vorbemerkung vor §§ 343–355 KAGB —— **568**

§ 343 Übergangsvorschriften für inländische und EU-AIF-Verwaltungsgesellschaften —— **573**
§ 344 Übergangsvorschriften für ausländische AIF-Verwaltungsgesellschaften und für andere Vertragsstaaten des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum —— **586**

Unterabschnitt 2
Besondere Übergangsvorschriften für offene AIF und für AIF-Verwaltungsgesellschaften, die offene AIF verwalten
§ 345 Übergangsvorschriften für offene AIF und AIF-Verwaltungsgesellschaften, die offene AIF verwalten, die bereits nach dem Investmentgesetz reguliert waren —— **588**
§ 346 Besondere Übergangsvorschriften für Immobilien-Sondervermögen —— **601**
§ 347 Besondere Übergangsvorschriften für Altersvorsorge-Sondervermögen —— **606**
§ 348 Besondere Übergangsvorschriften für Gemischte Sondervermögen und Gemischte Investmentaktiengesellschaften —— **609**
§ 349 Besondere Übergangsvorschriften für Sonstige Sondervermögen und Sonstige Investmentaktiengesellschaften —— **613**
§ 350 Besondere Übergangsvorschriften für Hedgefonds und offene Spezial-AIF —— **616**
§ 351 Übergangsvorschriften für offene AIF und AIF-Verwaltungsgesellschaften, die offene AIF verwalten, die nicht bereits nach dem Investmentgesetz reguliert waren —— **621**
§ 352 Übergangsvorschrift zu § 127 des Investmentgesetzes —— **627**

Unterabschnitt 3
Besondere Übergangsvorschriften für AIF-Verwaltungsgesellschaften, die geschlossene AIF verwalten, und für geschlossene AIF
§ 352a Definition von geschlossenen AIF im Sinne von § 353 —— **630**
§ 353 Besondere Übergangsvorschriften für AIF-Verwaltungsgesellschaften, die geschlossene AIF verwalten, und für geschlossene AIF —— **633**
§ 354 Übergangsvorschrift zu § 342 Absatz 3 —— **657**

Unterabschnitt 4
Übergangsvorschriften für OGAW-Verwaltungsgesellschaften und OGAW
§ 355 Übergangsvorschriften für OGAW-Verwaltungsgesellschaften und OGAW —— **658**

Investmentsteuergesetz

Abschnitt 1
Gemeinsame Regelungen für inländische und ausländische Investmentfonds
§ 1 Anwendungsbereich und Begriffsbestimmungen —— **667**
§ 2 Erträge aus Investmentanteilen —— **755**
§ 3 Ermittlung der Erträge —— **804**
§ 3a Ausschüttungsreihenfolge —— **861**
§ 4 Ausländische Einkünfte —— **875**
§ 5 Besteuerungsgrundlagen —— **900**

§ 6 Besteuerung bei fehlender Bekanntmachung —— **974**
§ 7 Kapitalertragsteuer —— **994**
§ 8 Veräußerung von Investmentanteilen, Vermögensminderung —— **1051**
§ 9 Ertragsausgleich —— **1086**
§ 10 Dach-Investmentfonds —— **1092**

Abschnitt 2
Regelungen nur für inländische Investmentfonds
§ 11 Steuerbefreiung und Außenprüfung —— **1099**
§ 12 Ausschüttungsbeschluss —— **1110**
§ 13 Gesonderte Feststellung der Besteuerungsgrundlagen —— **1137**
§ 14 Verschmelzung von Investmentfonds und Teilen von Investmentfonds —— **1197**
§ 15 Inländische Spezial-Investmentfonds —— **1206**
§ 15a Offene Investmentkommanditgesellschaft —— **1245**

Abschnitt 3
Regelungen nur für ausländische Investmentfonds
§ 16 Ausländische Spezial-Investmentfonds —— **1279**
§ 17 Repräsentant —— **1282**
§ 17a Auswirkungen der Verschmelzung von ausländischen Investmentfonds und Teilen eines solchen Investmentfonds auf einen anderen ausländischen Investmentfonds oder Teile eines solchen Investmentfonds —— **1307**
§ 18 Personen-Investitionsgesellschaften —— **1322**

Abschnitt 4
Gemeinsame Vorschriften für inländische und ausländische Investitionsgesellschaften
§ 19 Kapital-Investitionsgesellschaften —— **1324**
§ 20 Umwandlung einer Investitionsgesellschaft in einen Investmentfonds —— **1335**

Abschnitt 5
Anwendungs- und Übergangsvorschriften
§ 21 Anwendungsvorschriften vor Inkrafttreten des AIFM-Steuer-Anpassungsgesetzes —— **1343**
§ 22 Anwendungsvorschriften zum AIFM-Steuer-Anpassungsgesetz —— **1356**
§ 23 Übergangsvorschriften —— **1382**

Sachregister —— **1385**

Abkürzungsverzeichnis

a.A./A.A.	anderer Ansicht
a.F.	alte Fassung
a.E.	am Ende
aaO	am angegebenen Ort
a.M.	anderer Meinung
ABCP	Asset-Backed Commercial Paper
Abk.	Abkommen
abl.	ablehnend
ABl. (EG-ABl./EU-ABl.)	Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaft
Abs.	Absatz
ABS	Asset-Backed Security
abw.	abweichend
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union, konsolidierte Fassung aufgrund des am 1.12.2009 in Kraft getretenen Vertrages von Lissabon
AFG	Schweizer Anlagenfondgesetz
AG	1. Aktiengesellschaft 2. Die Aktiengesellschaft (Zeitschrift) 3. Amtsgericht
AGB	Allgemeine Geschäftsbedingungen
AIF	Alternative Investment Fund/Alternativer Investmentfonds
AIFM	Alternative Investmentfond Manager
AIFM-DV	AIFM-Durchführungsverordnung (EU) Nr. 231/2013 zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19. Dezember 2012
AIFM-RL	Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010
AIFM-UmsG	Gesetz zur Umsetzung der Richtinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Umsetzungsgesetz – AIFM-UmsG) vom 4. Juli 2013, BGBl. I 1981
AIFM-UmsG-DisE	Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Umsetzungsgesetz – AIFM-UmsG), Stand 20. Juli 2012
AIFM-UmsG-RegE	Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Umsetzungsgesetz – AIFM-UmsG), BT-Drucksache 17/12294 vom 6.2.2013
AIMA	Alternative Investment Management Association
AktG	Aktiengesetz
alfi	Association of the Luxembourg Fund Industry
allg.	allgemein
allg.M.	allgemeine Meinung
Alt.	Alternative
AltZertG	Gesetz über die Zertifizierung von Altersvorsorge- und Basisrentenverträgen
Amtl.Anz.	Amtlicher Anzeiger
Amtl.Begr.	Amtliche Begründung
Amtsbl.	Amtsblatt
AnfG	Anfechtungsgesetz
Anh.	Anhang
Anl.	1. Anlage 2. Anleitung
Anm.	Anmerkung

AnsFuG	Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kaptialmarkts (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz) vom 5. April 2011
AntAnlVerlV	Entwurf der Verordnung zur Konkretisierung der in § 28 Abs. 3 des InvG vorgesehenen Entschädigungsverfahren und zur Anpassung der InvRBV und der InvPrüfV
AnzV	Anzeigenverordnung
AO	Abgabenordnung
AP	Arbeitsrechtliche Praxis
App.	Appendix
AR	Aufsichtsrat
ArchBürgR	Archiv für Bürgerliches Recht
arg. e	Argument aus
Art.	Artikel
Artt.	Artikel (Pl.)
AT	Allgemeiner Teil
Aufl.	Auflage
AuM	Assets under management
AuslInvestmG	Auslandsinvestment-Gesetz
AV	Ausführungsverordnung
AVB	Allgemeine Vertragsbedingungen
AvmG	Altersvermögensgesetz
AWD	Außenwirtschaftsdienst des Betriebs-Beraters
AWG	Außenwirtschaftsgesetz
Az.	Aktenzeichen
Baden-Württ.	Baden-Württemberg
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAI	Bundesverband für Alternative Investments e.V.
BAKred	Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen
BankArch	Bank-Archiv, Zeitschrift für Bank- und Börsenwesen
BankBiRILiG	Gesetz zur Durchführung der Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften über den Jahresabschluss und den konsolidierten Abschluss von Banken und anderen Finanzinstituten (Bankbilanzrichtlinie-Gesetz) vom 30.11.1990
BAnz	Bundesanzeiger
BAO	Bundesabgabenordnung
BauSparG	Bausparkassengesetz
BAV	Bundesaufsichtsamt für Versicherungswesen
BAWe	Bundesaufsichtsamt für das Wertpapierwesen
BayObLG	Bayerisches Oberlandesgericht
BB	Betriebs-Berater
BBankG	Bundesbankgesetz
BBK	Buchführung, Bilanz, Kostenrechnung
BCBS	Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht
Bd.	Band
BDSG	Bundesdatenschutzgesetz
Bearb.	Bearbeitung
BeckRS	Beck-Rechtsprechung
Begr.	Begründung
Beil.	Beilage
Bek. v.	Bekanntmachung vom
Bekl.	Beklagter
ber.	Berichtigt
Beschl.	Beschluss

Bespr.	Besprechung
betr.	betreffend
BetrVG	Betriebsverfassungsgesetz
BeurkG	Beurkundungsgesetz
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBl.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHR	BGH-Rechtsprechung, hrsg. von den Richtern des Bundesgerichtshofes
BGHSt	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Strafsachen
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofes in Zivilsachen
BiRiLiG	Gesetz zur Durchführung der Vierten, Siebenten und Achten Richtlinie des Rates der Europäischen Gemeinschaften zur Koordinierung des Gesellschaftsrechts (Bilanzrichtlinien-Gesetz – BiRiLiG)
BIZ	Bank für internationalen Zahlungsausgleich
BKartA	Bundeskartellamt
Bl.	Blatt
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BMJ	Bundesministerium der Justiz
BMWi	Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie
BOS	Board of Supervisors
BörsG	Börsengesetz
BRDrucks.	Bundesratsdrucksache
Bsp.	Beispiel
bspw.	beispielsweise
BStBl	Bundessteuerblatt
BT	1. Bundestag 2. Besonderer Teil
BTDrucks.	Bundestagsdrucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
BVerwG	Bundesverwaltungsgericht
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management e.V.
bzgl.	bezüglich
BZSt	Bundeszentralamt für Steuern
bzw.	beziehungsweise
CCP	Central Counterpart
CD	Certificate of Deposit
CD-ROM	Compact Disc – Read-Only Memory
CDO	Collateralized Debt Obligation
CDS	Credit Default Swap
CFD	Computational fluid dynamics
c.i.c	culpa in contrahendo
CLO	Collateralized Loan Obligation
CMBS	Commercial Mortgage Backed Securities
CP	Commercial Paper
c.p.	ceteris paribus
CRD	Capital Requirements Directive
d.h.	das heißt
DAV	Deutscher Anwaltsverein
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb
DBA	Doppelbesteuerungsabkommen
DBW	Die Betriebswirtschaft (Zeitschrift)

DD	Due Diligence
DepotG	Depotgesetz
ders.	derselbe
dies.	dieselbe(n)
Dipl.	Diplom
Diss.	Dissertation
DJT	Deutscher Juristentag
DM	Deutsche Mark
DÖV	Die öffentliche Verwaltung
DR	Deutsches Recht, Depositary Receipt
DRiG	Deutsches Richtergesetz
DRiZ	Deutsche Richterzeitung
Drucks.	Drucksache
DStR	Deutsches Strafecht
DSWR	Datenverarbeitung – Steuern – Wirtschaft – Recht (Zeitschrift)
dto.	dito/gleichfalls/ebenso
DZWIR	Deutsche Zeitschrift für Wirtschafts- und Insolvenzrecht
EAEG	Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetz
e.V.	eingetragener Verein
EBA	European Banking Authority
ebd.	ebenda
EBIT	Earnings before Interest and Tax
ECOFIN	Vertretung der Europäischen Wirtschafts- und Finanzminister
EDV	Elektronische Datenverarbeitung
EFAMA	European Fund and Asset Management Association
EFTA	European Free Trade Association
EG	Europäische Gemeinschaft
EG-ABl.	Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaft
EG-AktG	Einführungsgesetz zum Aktiengesetz
EGBGB	Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuch
EGMR	Europäischer Gerichtshof für Menschenrechte
EGStGB	Einführungsgesetz zum Strafgesetzbuch
EGV	Vertrag über die Gründung der Europäischen Gemeinschaft. Konsolidierte Fassung aufgrund des Vertrags von Nizza, EG-ABl. C 325 vom 24.12.2002
ehem.	ehemalige
EIB	European Investment Bank
EIF	European Investment Fund
Einf.	Einführung
einh.	Einheitlich
Einl.	Einleitung
EL	Expected Loss
EK-DatenschutzRL	Richtlinie 2002/58/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 12.7.2002 über die Verarbeitung personenbezogener Daten und den Schutz der Privatsphäre in der elektronischen Kommunikation, EG-ABl. L 201/37
EKMR	Europäische Kommission für Menschenrechte
EMRK	Europäische Konvention für Menschenrechte
EMIR-Verordnung	Verordnung (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister (ABl. L 201 vom 27.7.2012, S. 1) (European Market Infrastructure Regulation, EMIR)
endg.	endgültig
Entsch.	Entscheidung
E-Register	elektronisches Register
Erg.	Ergebnis
Erl.	Erläuterung

ESMA	Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (Europeen Securities and Markets Authority)
ESMA-Verordnung	Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 24. November 2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde)
ESt	Einkommenssteuer
EStG	Einkommenssteuergesetz
et al.	et alii (und andere(n))
etc.	et cetera
ETF	Exchange Traded Fund
EU	Europäische Union
EuG	Europäisches Gericht Erster Instanz
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuGHE	Entscheidungen des Europäischen Gerichtshofs
EuGrCh	Europäische Grundrechtecharta
EuInsVO	Verordnung (EG) Nr. 1346/2000 des Rates vom 29. Mai 2000 über Insolvenzverfahren, ABl. 2000 L 160/1
EuLF	European Law Forum
EuR	Europarecht
EUV	Vertrag über die Europäische Union. Konsolidierte Fassung aufgrund des Vertrags von Amsterdam, EG-ABl. C 340 vom 10.11.1997
EuZW	Europäische Zeitung für Wirtschaftsrecht
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
EWS	Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht
exkl.	exklusive
f.	folgende (Seite)
FAQs	Frequently Asked Questions
ff.	folgende (Seiten)
FinDAG	Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Finanzdienstleistungsgesetz)
FinMarktAnpG	Gesetz zur Anpassung von Gesetzen auf dem Gebiet des Finanzmarktes vom 4.6.2014, BT-Drucksache 18/1648
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
G	Gesetz
GAAP	General Accepted Accounting Principles
GATS	General Agreement on Trade in Service
GATT	General Agreement on Tariffs and Trade
GBl.	Gesetzblatt
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
gem.	gemäß
GemInvV	Gemischte Investmentvermögen
GewA	Gewerbearchiv
GewO	Gewerbeordnung
GewStG	Gewerbesteuergesetz
GG	Grundgesetz
ggf.	gegebenenfalls
GK	Großkommentar
GKG	Gerichtskostengesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GmbHR	GmbH-Rundschau

GoA	Geschäftsführung ohne Auftrag
GoB	Grundsätze ordnungsgemäßer Buchführung
Grds; grds.	Grundsatz; grundsätzlich
GRUR	Gewerblicher Rechtsschutz und Urheberrecht
GS	Gedächtnisschrift
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
GVBl.	Gesetz- und Verordnungsblatt
GVG	Gerichtsverfassungsgesetz
GVOBl.	Gesetz- und Verordnungsblatt
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
Halbbd.	Halbband
HandelsR	Handelsrecht
Hdb.	Handbuch
HGB	Handelsgesetzbuch
h.L.	herrschende Lehre
h.M.	herrschende Meinung
HRR	Höchstrichterliche Rechtsprechung
hrsg. v.	herausgegeben von
Hrsg.	Herausgeber
Hs./Hs	Halbsatz
HTML	Hypertext Markup Language
http	hypertext transfer protocol
HV	Hauptversammlung
IA	Impact Assessment
IAS	International Accounting Standards
i.d.F.	in der Fassung
i.d.R.	in der Regel
i.e.	id est (das heißt)
i.E.	im Ergebnis
i.e.S.	im engeren Sinne
i.S.d.	im Sinne des
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
i.w.S.	im weiteren Sinne
IHK	Industrie- und Handelskammer
IMF	International Monetary Fund
insbes.	insbesondere
InvAG	Investmentaktiengesellschaft
InvAG m.f.K.	Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital
InvAG m.v.K.	Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital
InvG	Investmentgesetz
InvKG	Investmentkommanditgesellschaft
InvStG	Investmentsteuergesetz
InvV	Investmentvermögen
IPR	Internationales Privatrecht
IRR	Internal Rate of Return
IT	Informations- und Telekommunikationstechnologie
IWF	Internationaler Währungsfonds
J.L. Econ. & Org.	The Journal of Law, Economics, & Organization
JA	Juristische Arbeitsblätter
JBl.	Justizblatt
JMBl.	Justizministerialblatt

JR	Juristische Rundschau
JurA	Juristische Analysen
JURA	Juristische Ausbildung
JuS	Juristische Schulung
JW	Juristische Wochenschrift
JZ	Juristenzeitung
KAG	Kapitalanlagegesellschaft
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
Kap.	Kapitel
KapErtrSt	Kapitalertragssteuer
Kfm.	Kaufmann
Kfz	Kraftfahrzeug
KG	1. Kammergericht 2. Kommanditgesellschaft
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
krit.	kritisch
KSt	Körperschaftssteuer
KVG	Kapitalverwaltungsgesellschaft
KWG	Kreditwesengesetz
LBO	Leveraged Buy-Out
LG	Landgericht
lit.	littera
LP	Limited Partnership
LS	Leitsatz
Ltd.	Private Company Limited by Shares
M.	Meinung
m.	mit
m.a.W.	mit anderen Worten
m. Anm.	mit Anmerkung
m. Bespr.	mit Besprechung
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
m.W.v.	mit Wirkung vom
M&A	Mergers & Acquisitions
MB	Management Board
MBS	Mortgage Backed Security
MBl.	Ministerialblatt
MDR	Monatsschrift für Deutsches Recht
MFI	Mikrofinanzinstitut
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive (Finanzmarktrichtlinie)
MitbestG	Mitbestimmungsgesetz
Mitt.	Mitteilungen
MMR	Multimedia und Recht
Mod.	(Tatbestands-)Modalität
n.F.	neue Fassung
n.v.	nicht veröffentlicht
Nachw.	Nachweise
NAV	Net Asset Value/Nettoinventarwert
NJ	Neue Justiz
NJOZ	Neue Juristische Online Zeitschrift
NJW	Neue Juristische Wochenschrift

NJW-CoR	Computerreport
NJW-RR	Neue Juristische Wochenschrift, Rechtssprechungsreport
Nr.	Nummer
NRW	Nordrhein-Westfalen
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
o.	oben
o.ä.	oder ähnliches
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development (Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung)
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
OHG	Offene Handelsgesellschaft
OLG	Oberlandesgericht
ÖPP	Öffentlich-Private Partnerschaft
OWiG	Ordnungswidrigkeitengesetz
PDF	portable document format (Dateiformat)
PEX	Deutscher Pfandbriefindex
PfandBG	Pfandbriefgesetz
RefE	Referentenentwurf
RegBegr	Regierungsbegründung
RegE	Regierungsentwurf
REX	Deutscher Rentenindex
RG	1. Reichgericht 2. Reichsgesetz
RGBl.	Reichsgesetzblatt
RGSt	Entscheidungen des Reichsgerichts in Strafsachen
RGZ	Entscheidungen des Reichsgerichts in Zivilsachen
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
Rs.	Rechtssache
Rspr.	Rechtsprechung
RVG	Rechtsanwaltsvergütungsgesetz
Rz.	Randziffer/Randzahl
S.	1. Satz 2. Seite(n)
s.	siehe
s.a.	siehe auch
s.u.	siehe unten
SA	Société Anonyme (Aktiengesellschaft)
sc.	scilicet (das heißt, ergänze)
S.Ct.	Supreme Court
SE	Societas Europaea – Europäische Gesellschaft
Slg.	Sammlung
sog.	sogenannte
SoInvV	Sonstige Investmentvermögen
Sp.	Spalte(n)
SPV	Special Purpose Vehicle
StGB	Strafgesetzbuch
StPO	Strafprozessordnung
str.	strittig
st. Rspr.	ständige Rechtsprechung

Teilbd.	Teilband
TGV	Teilgesellschaftsvermögen
teilw.	teilweise
TKG	Telekommunikationsgesetz
Tz.	Teilziffer
u.	und
u.ä.	und ähnliches
u.a.	unter anderem
u.U.	unter Umständen
UG	Unternehmergesellschaft
UmwG	Umwandlungsgesetz
UmwStG	Umwandlungssteuergesetz
unstr.	unstrittig
Unterabs.	Unterabsatz
UrhG	Urheberrechtsgesetz
Urt.	Urteil
URV	Verordnung über das Unternehmensregister
US	United States
usf.	und so fort
USt	Umsatzsteuer
UWG	Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb
v.	von/vom
v.H.	von Hundert
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
Var.	Variante
VaR	Value at Risk
VerbrKrG	Verbraucherkreditgesetz
Verf.	Verfasser
VerkProspG	Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz
VermAnlG	Gesetz über Vermögensanlagen
VersR	Zeitschrift für Versicherungsrecht, Haftungs- und Schadensrecht
VertriebsR	Vertriebsrecht
VGF	Verband Geschlossene Fonds
vgl.	vergleiche
VO	Verordnung
Voraufl.	Vorauflage
Vorb.	Vorbemerkung
VwGO	Verwaltungsgerichtsordnung
VwVfG	Verwaltungsverfahrensgesetz
VZ	Veranlagungszeitraum
WA	Wertpapieraufsicht
weit.	weitere(n)
WG	Wechselgesetz
WIR	Wirtschaftsrecht
WM	Wertpapier-Mitteilungen
WpAIV	Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WRV	Weimarer Reichsverfassung
WTO	World Trade Organization
WuW	Wirtschaft und Wettbewerb
www	world wide web

Z	(in Zusammenhängen) Zeitschrift, Zeitung, Zentralblatt
z.B.	zum Beispiel
z.T.	zum Teil
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZEuP	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht
Ziff.	Ziffer
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
ZIS	Zeitschrift für internationale Strafrechtsdogmatik
zit.	zitiert
ZKA	Zentraler Kreditausschuss
ZPO	Zivilprozessordnung
ZR	Zivilrecht, Zentralregister, Zollrecht
ZS	Zivilsenat
zust.	Zustimmend
ZZP	Zeitschrift für Zivilprozessrecht

Literaturverzeichnis

Achenbach/Ransiek	Handbuch Wirtschaftsstrafrecht, 3. Aufl. 2012 (zit.: Achenbach/Ransiek/*Bearbeiter* Wirtschaftsstrafrecht Rn.)
Albrecht/Maurer	Investment- und Risikomanagement, Modelle, Methoden, Anwendungen, 3. Aufl. 2008 (zit.: *Albrecht/Maurer* Risikomanagement, S.)
Arndt/Voß	Verkaufsprospektgesetz: VerkProspG, 2008 (zit.: Arndt/Voß/*Bearbeiter* VerkProspG, § Rn.)
Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb	Wertpapierprospektgesetz/Verkaufsprospektgesetz, 2. Aufl. 2010 (zit.: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb/*Bearbeiter* WpPG/VerkProspG, § Rn.)
Assmann/Schneider	Wertpapierhandelsgesetz, 6. Aufl. 2012 (zit.: Assmann/Schneider/*Bearbeiter* WpHG, § Rn.)
Assmann/Schütze	Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Aufl. 2007 (zit.: Assmann/Schütze/*Bearbeiter* Kapitalanlagerecht, § Rn.)
Bamberger/Roth	Beck'scher Online-Kommentar BGB, Stand: 1.8.2013 (zit.: BeckOKBGB/*Bearbeiter* § Rn.)
Bärmann	Wohnungseigentumsgesetz, 12. Aufl. 2013 (zit.: Bärmann/*Bearbeiter* WEG, § Rn.)
Barocka	Investment-Sparen und Investmentgesellschaften, 1965 (zit.: *Barocka* Investmentgesellschaften, S.)
Battis/Krautzberger/Löhr	Baugesetzbuch, 12. Aufl. 2014 (zit.: Battis/Krautzberger/Löhr/*Bearbeiter* BauGB, § Rn.)
Baumbach/Hopt	Handelsgesetzbuch, 35. Aufl. 2012 (zit.: Baumbach/Hopt/*Bearbeiter* HGB, § Rn.)
Baumbach/Hueck	Kommentar zum GmbHG, 20. Aufl. 2013 (zit.: Baumbach/Hueck/*Bearbeiter* GmbHG, § Rn.)
Baur	Investmentgesetze, 2. Aufl. 1997 (zit.: *Baur* § Rn.)
Baur/Stürner	Sachenrecht, 18. Aufl. 2009 (zit.: *Baur/Stürner* SachenR, S.)
Baur/Ziegler	Das Investmentgeschäft, 2. Aufl. 2008 (zit.: *Baur/Ziegler* Investmentgeschäft, S.)
Beck/Samm/Kokemoor	Kommentar zum Gesetz über das Kreditwesen, Loseblattsammlung, 168. Ergänzungslieferung 2013 (zit.: Beck/Samm/Kokemoor/*Bearbeiter* KWG, § Rn.)
Beckmann/Scholtz/Vollmer	Investment, Ergänzbares Handbuch für das gesamte Investmentwesen, Band 1, Loseblattsammlung, Stand 2014 (zit.: Beckmann/Scholtz/Vollmer/*Bearbeiter* Investment, § Rn.)
Berger/Steck/Lübbehüsen	Investmentgesetz, Investmentsteuergesetz: InvG, InvStG, 2010 (zit.: Berger/Steck/Lübbehüsen/*Bearbeiter* InvG, § Rn. bzw. Berger/Steck/Lübbehüsen/*Bearbeiter* InvStG, § Rn.)
Berkenbusch	Grenzüberschreitender Informationsaustausch im Banken-, Versicherungs- und Wertpapierrecht, 2004 (zit.: *Berkenbusch* BankenR, S.)
Berrar/Meyer/Müller/Schnorbus/Singhof/Wolf	Wertpapierprospektgesetz, 1. Aufl. 2012 (zit.: Berrar/Meyer/Müller/Schnorbus/Singhof/Wolf/*Bearbeiter* WpPG, § Rn.)
Birk/Desens/Tappe	Steuerrecht, 16. Aufl. 2013 (zit.: *Birk/Desens/Tappe* SteuerR, S.)
Blümich	EStG KStG GewStG Ertragsteuerliche Nebengesetze, Loseblattsammlung, 122. Aufl. 2014 (zit.: Blümich/*Bearbeiter* EStG/KStG/GewStG, § Rn.)
Bödecker/Braun/Ernst/Franz/Kuhn/Vahldiek	Handbuch Investmentrecht, 2007 (zit.: *Bödecker/Braun/Ernst/Franz/Kuhn/Vahldiek* Handbuch InvR, S.)
Bone-Winkel	Das strategische Management von offenen Immobilienfonds unter besonderer Berücksichtigung der Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien, 1994 (zit.: *Bone-Winkel* Offene Immobilienfonds, S.)
Boos/Fischer/Schulter-Mattler	Kreditwesengesetz, 4. Aufl. 2012 (zit.: Boos/Fischer/Schulter-Mattler/*Bearbeiter* KWG, § Rn.)
Bordewin/Brandt	Einkommensteuergesetz, Kommentar, 364. Ergänzungslieferung, Mai 2014 (zit.: Bordewin/Brandt/*Bearbeiter* EStG, § Rn.)
Brülin	Verschmelzung von Investmentfonds in Luxemburg, Deutschland und im europäischen Binnenmarkt, 1. Aufl. 2012 (zit.: *Brülin* Verschmelzung von Investmentfonds, S.)

Brinkhaus/Scherer	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften, Auslandsinvestment-Gesetz: KAGG AuslInvestmG, Kommentar, 2003 (zit.: Brinkhaus/Scherer/*Bearbeiter* KAGG, § Rn.)
Buck-Heeb	Kapitalmarktrecht, 6 Aufl. 2013 (zit.: *Buck-Heeb* KapitalmarktR, S.)
Bürkle	Compliance in Versicherungsunternehmen, 1. Aufl. 2009 (zit.: *Bürkle* Compliance, S.)
Calliess/Ruffert	EUV/AEUV: Das Verfassungsrecht der Europäischen Union mit Europäischer Grundrechtecharta 4. Aufl. 2011 (zit.: Calliess/Ruffert/*Bearbeiter* EUV/AEUV, Art. Rn.)
Canaris	Bankvertragsrecht, 2. Aufl. 1981 (zit.: *Canaris* BankvertragsR, S.)
Claussen	Bank- und Börsenrecht, 5. Aufl. 2014 (zit.: *Claussen* Bank- und BörsenR, S.)
Cornish/Mason	International Guide to Hedge Fund Regulation, 2009 (zit.: *Cornish/Mason* Hedge Fund Regulation, S.)
Derleder/Knops/ Bamberger	Handbuch zum deutschen und Europäischen Bankrecht, 2. Aufl. 2009 (zit.: Derleder/Knops/Bamberger/*Bearbeiter* Bankrecht, S.)
Dichtl/Kleeberg/ Schlenger	Handbuch Hedge Funds: Chancen, Risiken und Einsatz in der Asset Allocation, 2005 (zit.: *Dichtl/Kleeberg/Schlenger* Handbuch Hedge Funds, S.)
Dölle	Neutrales Handeln im Privatrecht, FS für Fritz Schulz, Band 2, 1951
Dötsch/Pung/ Möhlenbrock	Die Körperschaftsteuer: KStG, Kommentar, Loseblattsammlung, 80. Ergänzungslieferung 2014 (zit.: Dötsch/Pung/Möhlenbrock/*Bearbeiter* KStG, § Rn.)
Dornseifer/Jesch/ Klebeck/Tollmann	AIFM-Richtlinie, 2013 (zit. als: Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bearbeiter* AIFM, Art. Rn.)
Ebenroth/Boujong/ Joost/Strohn	Handelsgesetzbuch, 2. Aufl. 2009 (zit.: Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn/ *Bearbeiter* HGB, § Rn.)
Einsele	Bank- und Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2010 (zit.: *Einsele* KapitalmarktR, S.)
Eisenmenger	Trustgeschäft und Vermögensverwaltung durch Kreditinstitute, 1966 (zit.: *Eisenmenger* Trustgeschäft, S.)
Emde/Dornseifer/ Dreibus/Hölscher	Kommentar zum Investmentgesetz: mit Bezügen zum Kapitalanlagegesetzbuch, 2013 (zit.: Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Bearbeiter* InvG, § Rn.)
Erbs/Koolhaas	Strafrechtliche Nebengesetze, Loseblattsammlung 197. Ergänzungslieferung 2014 (zit.: Erbs/Koolhaas/*Bearbeiter* § Rn.)
Erfurter Kommentar	zum Arbeitsrecht, 14. Aufl. 2014 (zit.: ErfK ArbR/*Bearbeiter* § Gesetz Rn.)
Ernst & Young (Hrsg.)	Körperschaftsteuergesetz mit Nebengesetzen, Stand: Juni 2010 (zit.: Ernst & Young-KStG-Komm./*Bearbeiter* § Rn.)
Feyerabend	Besteuerung privater Kapitalanlagen, 2009 (zit.: Feyerabend/*Bearbeiter* Besteuerung Kapitalanlagen, S.)
Fischer	Strafgesetzbuch und Nebengesetze, 61. Aufl. 2014 (zit.: Fischer/*Bearbeiter* StGB, § Rn.)
Fischer	Die Investmentaktiengesellschaft aus aufsichtsrechtlicher und gesellschaftsrechtlicher Perspektive, 1. Aufl. 2008 (zit.: *Fischer* Investmentaktiengesellschaft, S.)
Flick/Wassermeyer/ Baumhoff/Schönfeld	Außensteuerrecht, Loseblattsammlung, 71. Aufl., Stand: November 2013 (zit.: Flick/Wassermeyer/Baumhoff/Schönfeld/*Bearbeiter* Außensteuerrecht, § Rn.)
Förster/Hertrampf	Das Recht der Investmentfonds, 3. Aufl. 2001 (zit.: *Förster/Hertrampf* InvFonds, S.)
Franks/Mayer/da Silva	Asset Management and Investor Protection, 2003 (zit.: *Franks/Mayer/da Silva* Investor Protection, S.)
Frotscher/Maas	Kommentar zum Körperschaft-, Gewerbe- und Umwandlungssteuergesetz, Loseblattsammlung, Stand: 2012 (zit.: Frotscher/Maas/*Bearbeiter* KStG/GewStG/ UnwStG, § Rn.)
Fuchs	Wertpapierhandelsgesetz-Kommentar, 1. Aufl. 2009 (zit.: Fuchs/*Bearbeiter* WpHG, § Rn.)
Geibel/Süßmann	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, 2. Aufl. 2008 (zit.: Geibel/Süßmann/ *Bearbeiter* WpÜG, § Rn.)
Geurts/Schubert	KAGB kompakt – eine strukturelle Einführung in das neue Investmentrecht, 2014 (zit.: *Geurts/Schubert* Einführung Investmentrecht, S.)

Gläbe	Der Schutz der Zertifikatsinhaber von Investmentgesellschaften, 1975 (zit.: *Gläbe* Schutz der Zertifikatsinhaber, S.)
Goette/Habersack	Kommentar zum Aktiengesetz, Band 1, 3. Aufl. 2008 (zit.: MüKo-AktG/*Bearbeiter* § Rn.)
Göhler	Gesetz über Ordnungswidrigkeiten, 16. Aufl. 2012 (zit.: Göhler/*Bearbeiter* OWiG, § Rn.)
Gößmann/Hellner	Bankrecht und Bankpraxis, 2013 (zit.: *Gößmann/Hellner* Bankpraxis, S.)
Gosch	Körperschaftsteuergesetz, 2. Aufl. 2009 (zit.: Gosch/*Bearbeiter* KStG, § Rn.)
Grabitz/Hilf/Nettesheim	Das Recht der Europäischen Union, Loseblattsammlung, 52. Aufl. 2014 (zit.: Grabitz/Hilf/Nettesheim/*Bearbeiter* EUV/AEUV, Art. Rn.)
Graf/Jäger/Wittig	Wirtschafts- und Steuerstrafrecht, Kommentar, 2011 (zit.: Graf/Jäger/Wittig/*Bearbeiter* SteuerStrR, § Rn.)
Grasshoff	Aktuelles Steuerrecht 2014, 10. Aufl. 2014 (zit.: *Grasshoff* SteuerR, S. Rn.)
Graulich	Die Rechtsverhältnisse der Sondervermögen (Investmentfonds) nach dem Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften im Vergleich zu den Rechtsverhältnissen anderer Sondervermögen des Privatrechts, 1968 (zit.: *Graulich* Rechtsverhältnis der Sondervermögen, S.)
Grohmann	Das Informationsmodell im Europäischen Gesellschaftsrecht, 2006 (zit.: *Grohmann* Informationsmodell, S.)
Grotherr	Handbuch der Internationalen Steuerplanung, 3. Aufl. 2011 (zit.: *Grotherr* Internationale Steuerplanung, S.)
Groß	Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2012 (zit.: *Groß* KMR, § Rn.)
Gruhn	Die deutsche Investmentaktiengesellschaft, 2011 (zit.: *Gruhn* Investmentaktiengesellschaft, S.)
Grundmann	Der Treuhandvertrag, 1. Aufl. 1997 (zit.: *Grundmann* Treuhandvertrag, S.)
Gummert	Münchener Anwaltshandbuch Personengesellschaftsrecht, 2005 (zit.: *Gummert*, § Rn.)
Haase	Investmentsteuergesetz, Kommentar, 1. Aufl. 2010 (zit.: Haase/*Bearbeiter* § Rn.)
Habersack/Mülbert/Schlitt	Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2. Aufl. 2013 (zit.: Habersack/Mülbert/Schlitt/*Bearbeiter* KPM-Information, S.)
Haisch/Helios	Rechtshandbuch Finanzinstrumente, 2011 (zit.: Haisch/Helios/*Bearbeiter* Finanzinstrumente, S. Rn.)
Hammer	Spezialfonds im Steuerrecht aus Investorensicht, 1. Aufl. 2007 (zit.: *Hammer* Spezialfonds, S.)
Hannemann/ Schneider	Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk), Kommentar unter Berücksichtigung der Instituts-Vergütungsverordnung (InstitutsVergV), 4. Aufl. 2013 (zit.: *Hannemann/Schneider* MaRisk, S.)
Heinke/Krämer/Nürk	Handbuch Investmentfonds für institutionelle Anleger, 2011 (zit.: *Heinke/Krämer/Nürk* Handbuch Investmentfonds, S.)
Heinsius/Horn/Than	Depotgesetz, 1975 (zit.: *Heinsius/Horn/Than* DepotG, § Rn.)
Hellner/Steuer	Bankrecht und Bankpraxis, Loseblattsammlung, 108. Ergänzungslieferung 2014 (zit.: *Hellner/Steuer/Bearbeiter* Rn.)
Hennrichs/Kleindiek	Münchener Kommentar zum Bilanzrecht, Band 1, 3. Ergänzungslieferung 2012 (zit.: MüKo-BilR/*Bearbeiter* § Rn.)
Henssler/Strohn	Gesellschaftsrecht, 2. Aufl. 2014 (zit.: Henssler/Strohn/*Bearbeiter* GesellschaftsR, § Rn.)
Herrmann/Heuer/Raupach	Einkommensteuer- und Körperschaftsteuergesetz, Loseblattsammlung, 261. Ergänzungslieferung, Stand: Februar 2014 (zit.: Herrmann/Heuer/Raupach/*Bearbeiter* EStG/KStG, § Rn.)
Hesselmann/Tillmann/Mueller-Thuns	Handbuch der GmbH & Co. KG, 20. Aufl. 2009 (zit.: Hesselmann/Tillmann/Mueller-Thuns/*Bearbeiter* GmbH & Co. KG, S. Rn.)
Hirte/von Bülow	Kölner Kommentar zum WpÜG, 2. Aufl. 2010 (zit.: KK-WpÜG/*Bearbeiter* § Rn.)
Hoffmann-Riem/Schmidt-Aßmann/Voßkuhle	Grundlagen des Verwaltungsrechts, Band 3, 2. Aufl. 2013 (zit.: *Hoffmann-Riem/Schmidt-Aßmann/Voßkuhle* Verwaltungsrecht, S.)
Höring	Investmentrecht, 2013 (zit.: *Höring* Investmentrecht, S.)

Hohnel	Kapitalmarktstrafrecht, Kommentar, 2013 (zit.: Hohnel/*Bearbeiter* KPM-StrR, § Rn.)
Hueck/Canaris	Recht der Wertpapiere, 12. Aufl. 1986 (zit.: *Hueck/Canaris* Wertpapiere, S.)
Hüffer	Kommentar zum Aktiengesetz, 10. Aufl. 2012 (Hüffer/*Bearbeiter* AktG, § Rn.)
Jacob/Geese/Ebner	Handbuch für die Besteuerung von Fondsvermögen, 3. Aufl. 2007 (zit.: *Jacob/Geese/Ebner* Besteuerung von Fondsvermögen, S.)
Jacobs/Riegler/Schulte-Mattler/Weinrich	Frühwarnindikatoren und Krisenfrühaufklärung – Konzepte zum präventiven Risikomanagement, 2012 (zit.: Jacobs/Riegler/Schulte-Mattler/Weinrich/*Bearbeiter* Risikomanagement, S.)
Kaiser	Hedgefonds: Entmystifizierung einer Anlageklasse – Strukturen – Chancen – Risiken, 2. Aufl. 2009 (zit.: *Kaiser* Hedgefonds, S.)
Kempf	Novellierung des Investmentrechts 2004 nach dem Investmentmodernisierungsgesetz, 1. Aufl. 2004 (zit.: *Kempf* InvModG 2004, S.)
Kempf	Novellierung des Investmentrechts 2007, 1. Aufl. 2008 (zit.: *Kempf* Novellierung 2007, S.)
Kempf	Praxishandbuch zur Rechnungslegung von Investmentvermögen, 1. Aufl. 2010 (zit.: *Kempf* Rechnungslegung, S.)
Keynes	Allgemeine Theorie der Beschäftigung, der Zinsen und des Geldes, 10. Aufl. 2006 (zit.: *Keynes* Allgemeine Theorie, S. Rn.)
Kleeberg/Schlenger	Handbuch Spezialfonds – ein praktischer Leitfaden für institutionelle Anleger und Kapitalanlagegesellschaften, 1. Aufl. 2000 (zit.: *Kleeberg/Schlenger* Spezialfonds, S.)
Klein	Abgabenordnung, 12. Aufl. 2014 (zit.: Klein/*Bearbeiter* AO, § Rn.)
Klenk	Die rechtliche Behandlung des Investmentanteils unter Berücksichtigung der Anteilberechtigung des Investmentsparens, 1967 (zit.: *Klenk* Rechtliche Behandlung des Investmentanteils, S.)
Köhler/Bornkamm	Gesetz gegen den unlauteren Wettbewerb, 32. Aufl. 2014 (zit.: Köhler/Bornkamm/*Bearbeiter* UWG, § Rn.)
König	Anlegerschutz im Investmentrecht, 1998 (zit.: *König* Anlegerschutz, S.)
Kopp/Schenke	Verwaltungsgerichtsordnung, 20. Aufl. 2014 (zit.: *Kopp/Schenke* VwGO, § Rn.)
Korn/Carlé/Stahl//Strahl	Einkommensteuergesetz, Loseblattsammlung Stand: Oktober 2011
Krafka/Kühn	Registerrecht, 9. Aufl. 2013 (zit.: *Krafka/Kühn* Registerrecht, S. Rn.)
Kümpel/Hammen	Börsenrecht, 2. Aufl. 2003 (zit.: Kümpel/Hammen/*Bearbeiter* KPMR, S.)
Kümpel/Hammen/Ekkenga	Kapitalmarktrecht, Loseblattsammlung, Ergänzungslieferung 4/13 (zit. Kümpel/Hammen/Ekkenga/*Bearbeiter* KPMR, Kz.)
Kümpel/Wittig	Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2011 (zit.: Kümpel/Wittig/*Bearbeiter* Bank- und KPMR, S.)
Kupjetz/Bröker-Riers/Schröder/Wanner	Die Master-KAG als strategische Option für den Spezialfondsmarkt, 1. Aufl. 2005 (zit.: *Kupjetz/Bröker-Riers/Schröder/Wanner* Master-KAG, S.)
Laars	Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz, 2. Aufl. 2013 (zit.: *Laars* FinDAG, § Rn.)
Langenbucher/Bliesener/Spindler	Bankrechts-Kommentar, 2013 (zit.: Langenbucher/Bliesener/Spindler/*Bearbeiter* Rn.)
Laufhütte/Rissing-van Saan/Tiedemann	Strafgesetzbuch Leipziger Kommentar, Band 9/§§ 267–283d, 12. Aufl. 2007 (zit.: Laufhütte/Rissing-van Saan/Tiedemann/*Bearbeiter* StGB, § Rn.)
Laux/Ohl	Grundstücks-Investment – Die offenen Immobilienfonds, 2. Aufl. 1988 (zit.: *Laux/Ohl* Grundstücks-Investment, S.)
Laux/Päsler	Die deutschen Spezialfonds, 2001 (zit.: *Laux/Päsler* Spezialfonds, S.)
Lehmann	Finanzinstrumente, 2009 (zit.: *Lehmann* Finanzinstrumente, S.)
Leible/Lehmann	Hedgefonds und Private Equity – Fluch oder Segen?, 1. Aufl. 2009 (zit.: *Leible/Lehmann* Hedgefonds, S.)
Lenenbach	Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2. Aufl. 2010 (zit.: *Lenenbach* KPMR, S.)
Liebich/Mathews	Treuhand und Treuhänder in Recht und Wirtschaft, 2. Aufl. 1983 (zit.: *Liebich/Mathews* Treuhand, S.)

Littmann/Bitz/Pust	Das Einkommensteuerrecht, Loseblattsammlung, 103. Ergänzungslieferung 2014 (zit.: Littmann/Bitz/Pust/*Bearbeiter* § Rn.)
Lüdicke/Arndt	Geschlossene Fonds, 6. Aufl. 2013 (zit.: *Lüdicke/Arndt* Geschlossene Fonds, S.)
Luz/Neus/Schaber/Schneider/Weber	Kreditwesengesetz, 2. Aufl. 2011 (zit.: Luz/Neus/Schaber/Schneider/Weber/*Bearbeiter* KWG, Rn.)
Martinek/Semler/Habermeier/Flohr/Feyerabend	Vertriebsrecht, 3. Aufl. 2010 (zit.: Martinek/Semler/Habermeier/Flohr/*Bearbeiter* Vertriebsrecht, § Rn.)
Martini	Rechtliche Probleme eines Immobilienzertifikats, 1967 (zit.: *Martini* Immobilienzertifikat, S.)
Maurer	Allgemeines Verwaltungsrecht, 18. Aufl. 2011 (zit.: *Maurer* Allg. VerwR, S.)
Maurer	Staatsrecht I, 7. Aufl. 2014 (zit.: *Maurer* Staatsrecht I, S.)
Maunz/Dürig	Grundgesetz, Loseblattsammlung, 70. Aufl., Stand: Dezember 2013 (zit.: Maunz/Düring/*Bearbeiter* GG Art. Rn.)
Mayer	Das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen, 1981 (zit.: *Mayer* BAKred, S.)
Mayer/Maiß	EG-Bankbilanzrichtlinie, 1987 (zit.: *Mayer/Maiß* EG-BiRiLi, S.)
Möllers/Kloyer	Das Kapitalanlagegesetzbuch, 2013 (zit.: Möllers/Kloyer/*Bearbeiter* KAGB, Rn.)
Münchener Kommentar	zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 6. Aufl. 2013 (zit.: MüKo-BGB/*Bearbeiter* § Rn.)
Münchener Kommentar	zum Handelsgesetzbuch, 3. Aufl. Bände 1–5 (zit.: MüKo-HGB/*Bearbeiter* § Rn.)
Münchener Kommentar	zum Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung, 2. Aufl. Bände 1–3 (MüKo-GmbHG/*Bearbeiter* § Rn.)
Münchener Kommentar	zum Aktiengesetz, 2. Aufl. (MüKo-AktG/*Bearbeiter* § Rn.)
Nickel	Die Novelle des Investmentgesetzes, 1. Aufl. 2008 (zit.: *Nickel* InvG, S.)
Obermüller	Insolvenzrecht in der Bankpraxis, 8. Aufl. 2011 (zit.: *Obermüller* InsolvenzR, S.)
Oetker	Handelsgesetzbuch, Kommentar, 3. Aufl. 2013 (zit.: Oetker/*Bearbeiter* HGB, § Rn.)
Ohl	Die Rechtsbeziehungen innerhalb des Investment-Dreiecks, 1989 (zit.: *Ohl* Investment-Dreieck, S.)
Otto	Grundkurs Strafrecht AT, 7. Aufl. 2004 (zit.: *Otto* StR AT, S.)
Palandt	Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, 73. Auflage, München 2014 (zit.: Palandt/*Bearbeiter* § Rn.)
Pannen	Krise und Insolvenz bei Kreditinstituten, 3. Aufl. 2010 (zit.: *Pannen* Insolvenz bei Kreditinstituten, S.)
Pape	Grundlagen der Finanzierung und Investition, 2. Aufl. 2011 (zit.: *Pape* Grundlagen der Finanzierung, S.)
Park	Kapitalmarktstrafrecht, 3. Aufl. 2013 (zit.: Park/*Bearbeiter* KapitalmarktstrafR, § Rn.)
Patzner/Döser	Investmentgesetz, 1. Aufl. 2012 (zit.: Patzner/Döser/*Bearbeiter* InvG § Rn.)
Philipps	Handbuch des Auslands-Investmentrechts, 1970 (zit.: *Philipps* Auslands-InvR, S.)
Plath	Kommentar zum BDSG sowie den Datenschutzbestimmungen vom TMG und TKG, 2. Aufl. 2013 (zit.: Plath/*Bearbeiter* BDSG, § Rn.)
PriceWaterhouse Coopers	Die Novellierung des Investmentrechts 2004 – nach dem Investmentmodernisierungsgesetz, 1. Aufl. 2004 (zit.: *Kempf* InvR 2004, S.)
PriceWaterhouse Coopers	Novellierung des Investmentrechts 2007 – Ein Praxishandbuch, 1. Aufl. 2008 (zit.: *Kempf* InvR 2007, S.)
Prölss/Lipkowsky	Versicherungsaufsichtsgesetz: VAG, 2005 (zit.: Prölls/*Bearbeiter* VAG, § Rn.)
Reichert	Die GmbH & Co. KG, 7. Aufl. 2014 (zit.: *Reichert* GmbH & Co. KG, S.)
Reischauer/Kleinhans	Kreditwesengesetz, Stand: 08/2012 (zit.: Reischauer/Kleinhans/*Bearbeiter* KWG, § Rn.)
Reiss	Pflichten der Kapitalanlagegesellschaft und der Depotbank gegenüber dem Anleger und die Rechte des Anlegers bei Pflichtverletzungen, 2006 (zit.: *Reiss* KAG, S.)
Reuter	Investmentfonds und die Rechtsstellung der Anteilsinhaber, 1964 (zit.: *Reuter* Investmentfonds, S.)

Richardi	Betriebsverfassungsgesetz: BetrVG, 14. Aufl. 2014 (zit.: Richardi/*Bearbeiter* BetrVG, § Rn.)
Rössler/Troll	Bewertungsgesetz: BewG, 19. Aufl. 2014 (zit.: *Rössler/Troll* BewG, § Rn.)
Roggatz	Informationspflichten von Investmentgesellschaften – Analyse der gesetzlichen Publizitätsvorschriften zur Verbesserung der investmentrechtlichen Transparenz und des Anlegerschutzes, 2003 (zit.: *Roggatz* Informationspflichten von Investmentgesellschaften, S.)
Roth	Das Treuhandmodell des Investmentrechts, Eine Alternative zur Aktiengesellschaft? 1972 (zit.: *Roth* Treuhandmodell, S.)
Sachtleber	Zivilrechtliche Strukturen von open-end-Investmentfonds in Deutschland und England, 2010 (zit.: *Sachtleber* open-end-Investmentfonds, S.)
Sapunov	Verhaltenspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gegenüber Emittenten bei IPO's, 1. Aufl. 2013 (zit.: *Sapunov* WpDU, S.)
Schäcker	Entwicklung und System des Investmentsparens, 1961 (zit.: *Schäcker* Investmentsparen, S.)
Schäfer	Anlegerschutz und die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmanns bei der Anlage der Sondervermögen durch Kapitalanlagegesellschaften: unter besonderer Berücksichtigung der Theorien zur Aktienkursprognose und zur Zusammenstellung von Portefeuilles, 1987 (zit.: *Schäfer* Anlegerschutz, S.)
Schäfer	Corporate Governance bei Kapitalgesellschaften – Fund Governance, 2009 (zit.: *Schäfer* Fund Governance, S.)
Scherer	Depotgesetz Kommentar, 2012 (zit.: Scherer/*Bearbeiter* DepotG, § Rn.)
Schimansky/Bunte/Lwowski	Bankrechtshandbuch, 4. Aufl. 2011 (Schimansky/Bunte/Lwowski/*Bearbeiter* Bankrechtshandbuch, Rn.)
Schlag	Grenzüberschreitende Verwaltungsbefugnisse im EG-Binnenmarkt, 1998 (zit.: *Schlag* Verwaltungsbefugnisse, S.)
Schmidt	EStG Einkommensteuergesetz, 33. Aufl. 2014 (Schmidt/*Bearbeiter* EStG, § Rn.)
Schmidt	Insolvenzordnung, 18. Aufl. 2013 (zit.: Schmidt/*Bearbeiter* InsO, § Rn.)
Schmidt	Gesellschaftsrecht, 4. Aufl. 2002 (zit.: K. Schmidt GesellschaftsR, S.)
Schöner/Stöber	Grundbuchrecht, 15. Aufl. 2012 (zit.: *Schöner/Stöber* Grundbuchrecht, Rn.)
Schönle	Bank und Börsenrecht, 2. Aufl. 1976 (zit.: *Schönle* Bank- und BörsenR, S.)
Scholtz/Steder	Erläuterungen zum Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften, 1987 (zit.: *Scholtz/Steder* KAGG, S.)
Schork/Groß	Bankstrafrecht, 2013 (zit.: Schork/Groß/*Bearbeiter* BankStrR, § Rn.)
Schröder	Kapitalmarktstrafrecht, 3. Aufl. 2014 (zit.: *Schröder* KPMStR, S.)
Schulze-Osterloh	Das Prinzip der Gesamthänderischen Bindung, 1972 (zit.: *Schulze-Osterloh* Gesamthänderische Bindung, S.)
Schwark/Zimmer	Kapitalmarktrechts-Kommentar, 5. Aufl. 2012 (zit.: Schwark/Zimmer/*Bearbeiter* KMRK, § Rn.)
Schwennicke/Auerbach	Kreditwesengesetz mit Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz, 2. Aufl. 2013 (zit.: Schwennicke/Auerbach/*Bearbeiter* KWG, § Rn.)
Seegebarth	Stellung und Haftung der Depotbank im Investment-Dreieck, 2004 (zit.: *Seegebarth* Depotbank, S.)
Senge	Karlsruher Kommentar zum Gesetz über Ordnungswidrigkeiten, 4. Aufl. 2014 (Senge/*Bearbeiter* OWiG, § Rn.)
Siara/Tormann	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften vom 16. April 1957, 1957 (zit.: *Siara/Tormann* KAGG, S.)
Sieber/Brüner/Satzger/Von Heintschel-Heinegg	Europäisches Strafrecht, 2011 (zit.: *Sieber/Brüner/Satzger/Von Heintschel-Heinegg* Europ. StrR, S.)
Staub	HGB, 5. Aufl. 2013 (zit.: Staub/*Bearbeiter* HGB, § Rn.)
Spindler/Stilz	Kommentar zum Aktiengesetz, 2. Aufl. 2010 (zit.: Spindler/Stilz/*Bearbeiter* AktG, § Rn.)
Staudinger	Bürgerliches Gesetzbuch (2012 ff.) (zit.: Staudinger/*Bearbeiter* BGB, § Rn.)

Stelkens/Bonk/Sachs	Verwaltungsverfahrensgesetz: VwVfG, 8. Aufl. 2014 (zit.: Stelkens/Bonk/Sachs/*Bearbeiter* VwVfG, § Rn.)
Streck	Körperschaftsteuergesetz: KStG, 7. Aufl. 2008 (zit.: Streck/*Bearbeiter* KStG, § Rn.)
Striegel/Wiesbrock/Jesch	Kapitalbeteiligungsrecht, Kommentar zum Private-Equity-Recht: WKBG, UBGG, Risikobegrenzungsgesetz, Nebengesetze und AIFM-Richtlinie, 2010 (zit.: Striegel/Wiesbrock/Jesch/*Bearbeiter* KapitalbeteiligungsR, S.)
Strunk/Kaminski/Köhler	Aussensteuergesetz/Doppelbesteuerungsabkommen: Kommentar, 1. Aufl. 2004 (zit.: Strunk/Kaminski/Köhler/*Bearbeiter* DBA-Komm., Rn.)
Szagunn/Haug/Ergenzinger	Gesetz über das Kreditwesen, 6. Aufl. 1997 (zit.: Szagunn/Haug/Ergenzinger/*Bearbeiter* KWG, § Rn.)
Szagunn/Neumann/Wohlschieß	Gesetz über das Kreditwesen, 3. Aufl. 1976 (zit.: Szagunn/Neumann/Wohlschieß/*Bearbeiter* KWG, § Rn.)
Tegethoff	Das Treuhandgeschäft der westdeutschen und amerikanischen Banken, 1963 (zit.: *Tegethoff* Treuhandgeschäft, S.)
Terhechte	Verwaltungsrecht der Europäischen Union, 1. Aufl. 2011 (zit.: *Terhechte* VerwR, S.)
Tipke/Lang	Steuerrecht, 21. Aufl. 2012 (zit.: *Tipke/Lang* SteuerR, S.)
Tönges	Der Wertpapierspezialfonds als Anlageinstrument für institutionelle Investoren, Frankfurt am Main 1993 (zit.: *Tönges* Wertpapierspezialfonds, S.)
Unzicker	VerkProspG, 1. Aufl. 2010 (zit.: *Unzicker* VerkProspG, § Rn.)
Veil	Europäisches Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2014 (zit.: Veil/*Bearbeiter* Europäisches KapitalmarktR, § Rn.)
Veltmann	Instrumente des Anlegerschutzes im Investmentrecht, 2007 (zit.: *Veltmann* Anlegerschutz, S.)
Vogel/Lehner	Doppelbesteuerungsabkommen Kommentar, 5. Aufl. 2008 (zit.: Vogel/Lehner/*Bearbeiter* DBA, Art. Rn.)
Vogels	Grundstücks- und Gebäudebewertung – marktgerecht, 5. Aufl. 1996 (zit.: *Vogels* Grundstücksbewertung, S.)
von Oefele/Winkler	Handbuch des Erbbaurechts, 5. Aufl. 2012 (zit.: *von Oefele/Winkler* ErbbauR, S.)
Walther	Das Unmittelbarkeitsprinzip bei der fiduziarischen Treuhand, 1974 (zit.: *Walther* Unmittelbarkeitsprinzip, S.)
Wassermeyer	Doppelbesteuerungsabkommen, Loseblattsammlung, 125. Ergänzungslieferung 2014 (zit.: Wassermeyer/*Bearbeiter* DBA, Rn.)
Weber-Grellet	Steuern im modernen Verfassungsstaat – Funktionen, Prinzipien und Strukturen des Steuerstaats und des Steuerrechts, 2001 (zit.: *Weber-Grellet* SteuerR, S.)
Wolff/Bachof/Stober/	Verwaltungsrecht I, 13. Aufl. 2014 (zit.: *Wolff/Bachof/Stober/Kluth* VerwR I, § Rn.)

Kapitalanlagegesetzbuch

KAPITEL 3
Inländische Spezial-AIF

ABSCHNITT 1
Allgemeine Vorschriften für inländische Spezial-AIF

§ 273
Anlagebedingungen

Anlagebedingungen, nach denen sich

1. **das vertragliche Rechtsverhältnis einer AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft oder einer EU-Kapitalverwaltungsgesellschaft zu den Anlegern eines Spezialsondervermögens bestimmt oder**
2. **in Verbindung mit der Satzung einer Spezialinvestmentaktiengesellschaft das Rechtsverhältnis dieser Investmentaktiengesellschaft zu ihren Anlegern bestimmt oder**
3. **in Verbindung mit dem Gesellschaftsvertrag einer Spezialinvestmentkommanditgesellschaft das Rechtsverhältnis dieser Investmentkommanditgesellschaft zu ihren Anlegern bestimmt,**

sind vor Ausgabe der Anteile oder Aktien schriftlich festzuhalten. Die Anlagebedingungen von inländischen Spezial-AIF sowie die wesentlichen Änderungen der Anlagebedingungen sind der Bundesanstalt von der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft vorzulegen.

Schrifttum

Weitnauer Die Informationspflichten nach dem KAGB, Möllers/Kloye (Hrsg.) Das neue Kapitalanlagegesetzbuch, Tagung vom 14./15. Juni 2013 in Augsburg.

I. Allgemeines

§ 273 setzt Art. 7 Abs. 3 lit. c der AIFM-RL um. Gem. Art. 7 Abs. 3 lit. c der AIFM-RL, **1**
schreiben die Mitgliedstaaten vor, dass ein AIFM, der eine Zulassung beantragt, den zuständigen Behörden seines Herkunftsmitgliedstaats außerdem zu den AIF, die er zu verwalten beabsichtigt, die Vertragsbedingungen oder Satzungen aller AIF, die der AIFM zu verwalten beabsichtigt, vorlegt.

II. Schriftform der Anlagebedingungen (Satz 1)

Satz 1 regelt lediglich, dass Anlagebedingungen für inländische Spezial-AIF der **2**
Schriftform bedürfen. Ein bestimmter Mindestinhalt der Anlagebedingungen wird jedoch nicht vorschrieben.

III. Vorlage der Anlagebedingungen an die BaFin (Satz 2)

Die Anlagebedingungen von inländischen Spezial-AIF müssen der BaFin lediglich **3**
vorgelegt werden. Anders als die Anlagebedingungen von offenen oder geschlossenen Publikumssondervermögen, bedürfen die Anlagebedingungen inländischer Spezial-AIF

keiner Genehmigung durch die BaFin. Durch die Vorlage der Anlagebedingungen bei der BaFin erhält diese Kenntnis vom Inhalt der Anlagebedingungen und kann ggf. erforderliche Verfügungen erlassen.

§ 274
Begrenzung von Leverage

Für die Informationspflicht der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft im Hinblick auf das eingesetzte Leverage sowie die Befugnis der Bundesanstalt zur Beschränkung des eingesetzten Leverage einschließlich der Mitteilungspflichten der Bundesanstalt gilt § 215 entsprechend. Die Bedingungen, unter welchen die Maßnahmen nach Satz 1 in Verbindung mit § 215 Absatz 2 angewendet werden, bestimmen sich nach Artikel 112 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013.

Gesetzesmaterialien

Delegierte Verordnung (EU) Nr. 231/2013; BTDrucks. 17/12294.

I. Allgemeines

1 § 274 dient der Umsetzung von Art. 25 Abs. 3, 4 und 8 der AIFM-RL. Satz 2 dient der Umsetzung von Art. 25 Abs. 9 der AIFM-RL.

II. Entsprechende Anwendung des § 215 (Satz 1)

2 Hinsichtlich der Informationspflicht der AIF-KVG bezüglich des eingesetzten Leverage sowie der Befugnis der BaFin zur Beschränkung des eingesetzten Leverage einschließlich der Mitteilungspflichten der BaFin gilt der unmittelbar für AIF-KVGen von offenen inländischen Publikums-AIF anwendbare § 215 entsprechend. Die AIF-KVG muss gemäß den Vorgaben des § 215 der BaFin aufzeigen, dass die von ihr angesetzte Begrenzung des Umfangs der Methoden, mit denen sie den Investitionsgrad des von ihr verwalteten Investmentvermögens durch Kreditaufnahme, Wertpapier-Darlehen, in Derivate eingebettete Hebelfinanzierungen oder auf andere Weise erhöht (Leverage), angemessen ist und dass sie diese Begrenzung stets einhält.

III. Bedingungen der Maßnahmen nach Art. 112 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013 (Satz 2)

3 Satz 2 greift die Regelung des § 215 Abs. 5 auf. Gem. § 215 Abs. 5 gilt Art. 112 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013 entsprechend für die Bedingungen, unter denen die Maßnahmen nach § 215 Abs. 2 angewendet werden.

4 Für die Verwaltung von Spezial-AIF gilt Art. 112 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013 unmittelbar.

5 Art. 112 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013 trifft folgende Regelungen:

AIFM, die hebelfinanzierte AIF verwalten
(Artikel 25 Absatz 3 der Richtlinie 2011/61/EU)

Artikel 112
Beschränkungen für die Verwaltung von AIF

(1) Die Grundsätze dieses Artikels gelten für die Festlegung der Umstände, unter denen die zuständigen Behörden ihre Befugnis ausüben, den AIFM Limits oder Beschränkungen für Hebelfinanzierungen vorzuschreiben.

(2) Bewertet die zuständige Behörde Informationen, die sie gemäß Artikel 7 Absatz 3, Artikel 15 Absatz 4 oder Artikel 24 Absatz 4 oder Artikel 24 Absatz 5 erhalten hat, so berücksichtigt sie, inwieweit der Einsatz von Hebelfinanzierungen durch einen AIFM oder dessen Interaktion mit einer Gruppe von AIFM oder anderen Finanzinstituten zur Entstehung von Systemrisiken im Finanzsystem oder des Risikos von Marktstörungen beitragen können.

(3) Die zuständigen Behörden berücksichtigen in ihrer Bewertung zumindest die folgenden Aspekte:

a) die Umstände, unter denen das Engagement eines oder mehrerer AIF einschließlich des Engagements aus Finanzierungs- und Anlagepositionen, das der AIFM auf eigene Rechnung oder für die AIF eingegangen ist, ein erhebliches Markt-, Liquiditäts- oder Gegenparteirisiko für ein Finanzinstitut darstellen könnte;

b) die Umstände, unter denen die Tätigkeiten eines AIFM oder seine Interaktion beispielsweise mit einer Gruppe von AIFM oder anderen Finanzinstituten, insbesondere im Hinblick auf die Arten der Vermögenswerte, in die der AIF investiert, und die über den Einsatz von Hebelfinanzierungen vom AIFM angewendeten Techniken, zu einer spiralförmigen Abwärtsbewegung der Preise von Finanzinstrumenten oder sonstigen Vermögenswerten beitragen oder beitragen könnten, die die Lebensfähigkeit dieser Finanzinstrumente oder sonstigen Vermögenswerte gefährdet bzw. gefährden würde;

c) Kriterien wie die Art des AIF, die Anlagestrategie des AIFM für die betreffenden AIF, die Marktbedingungen, unter denen der AIFM und der AIF tätig sind, sowie wahrscheinliche prozyklische Wirkungen, die eintreten könnten, wenn die zuständigen Behörden dem betreffenden AIFM Limits oder andere Beschränkungen für den Einsatz von Hebelfinanzierungen vorschreiben;

d) Kriterien wie die Größe eines oder mehrerer AIF und die entsprechenden Auswirkungen in einem bestimmten Marktsektor, Risikokonzentrationen in bestimmten Märkten, in denen ein oder mehrere AIF investieren, etwaige Ansteckungsrisiken für andere Märkte durch einen Markt, in dem Risiken festgestellt wurden, Liquiditätsprobleme in bestimmten Märkten zu einem bestimmten Zeitpunkt, das Ausmaß des mit einem Missverhältnis zwischen Vermögenswerten und Verbindlichkeiten verbundenen Risikos in einer bestimmten AIFM-Anlagestrategie oder irreguläre Preisbewegungen bei Vermögenswerten, in die ein AIF investieren könnte.

§ 275
Belastung

(1) Die Belastung von Vermögensgegenständen, die zu einem Spezial-AIF gehören, sowie die Abtretung und Belastung von Forderungen aus Rechtsverhältnissen, die sich auf diese Vermögensgegenstände beziehen, sind zulässig, wenn

1. dies in den Anlagebedingungen vorgesehen und mit einer ordnungsgemäßen Wirtschaftsführung vereinbar ist und

2. die Verwahrstelle den vorgenannten Maßnahmen zustimmt, weil sie die Bedingungen, unter denen die Maßnahmen erfolgen sollen, für marktüblich erachtet.

(2) Die Bundesanstalt kann die Höhe der zulässigen Belastung der Vermögensgegenstände beschränken, wenn sie dies zum Schutz der Anleger oder zur Gewährleistung der Stabilität und Integrität des Finanzsystems als nötig erachtet.

Gesetzesmaterialien

BTDrucks. 17/12294.

I. Allgemeines

1 § 275 regelt unter welchen Bedingungen die Belastung von Vermögensgegenständen, die zu einem Spezial-AIF gehören, und die Abtretung und Belastung von Forderungen aus Rechtsverhältnissen, die sich auf diese Vermögensgegenstände beziehen, zulässig sind. Die Norm sieht im Gegensatz zum aufgehobenen § 91 Abs. 3 Nr. 3 i.V.m. § 82 Abs. 3 InvG keine feste Grenze für die zulässige Belastung eines Spezial-AIF vor. Entsprechend den Zielen der AIFM-RL räumt Abs. 2 der BaFin das Recht ein, die Höhe der Belastung von Vermögensgegenständen von Spezial-AIF zu beschränken, wenn dies zum Schutz der Anleger oder zur Gewährleistung der Stabilität und Integrität des Finanzsystems erforderlich ist.[1]

II. Voraussetzungen für Belastungen und Abtretungen (Abs. 1)

2 Gem. Abs. 1 ist die Belastung von Vermögensgegenständen, die zu einem Spezial-AIF gehören, sowie die Abtretung und Belastung von Forderungen aus Rechtsverhältnissen, die sich auf diese Vermögensgegenstände beziehen nur zulässig, wenn dies in den Anlagebedingungen vorgesehen und mit einer ordnungsgemäßen Wirtschaftsführung vereinbar ist. Kumulativ muss die Verwahrstelle den vorgenannten Maßnahmen zustimmen, weil sie die Bedingungen unter denen die Maßnahmen erfolgen sollen, für marktüblich erachtet.

3 Der Begriff der Belastung umfasst sämtliche dinglichen Rechte.[2] Belastungen sind nicht nur solche rechtsgeschäftlicher Art, sondern ebenfalls durch staatlichen Akt entstehende öffentlich-rechtliche Belastungen, z.B. bei Grundstücken Sanierungsvermerke, Umlegungen, Wegerechte oder Leitungsrechte.

4 **1. Anlagebedingungen und Vereinbarkeit mit einer ordnungsgemäßen Wirtschaftsführung (Abs. 1 Nr. 1).** Die Belastung von Vermögensgegenständen, die zu einem Spezial-AIF gehören, sowie die Abtretung und Belastung von Forderungen aus Rechtsverhältnissen, die sich auf diese Vermögensgegenstände beziehen, müssen in den Anlagebedingungen vorgesehen sein. In welchem Detaillierungsgrad dies geschehen muss, hat der Gesetzgeber nicht geregelt. Weiter müssen Belastung und Abtretung mit einer ordnungsgemäßen Wirtschaftsführung vereinbar sein. Inwieweit Belastungen im Rahmen einer ordnungsmäßigen Wirtschaftsführung geboten sind, hängt von den besonderen Umständen des Einzelfalles ab. Im Allgemeinen ist erforderlich, dass der nega-

1 BTDrucks. 17/12294, S. 274 f.
2 Emde-Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Schulz-Süchting* § 82 Rn. 21.

tive Effekt der Belastung durch einen anderweitigen Vorteil für den Spezial-AIF ausgeglichen wird.[3]

2. Zustimmung der Verwahrstelle (Abs. 1 Nr. 2). Die Verwahrstelle muss der Belastung oder Abtretung zustimmen. Voraussetzung für eine solche Zustimmung ist, dass die Verwahrstelle die Bedingungen unter denen die Belastung oder Abtretung erfolgen soll, für marktüblich erachtet. Die Marktüblichkeit bezieht sich sowohl auf die Belastung selbst als auch auf das der Belastung zugrunde liegende Rechtsverhältnis.[4] Der Wortlaut des Abs. 1 impliziert, dass die Verwahrstelle die Marktüblichkeit selbst prüft. **5**

III. Beschränkungen durch die BaFin

Die BaFin kann gem. Abs. 2 die Höhe der zulässigen Belastung der Vermögensgegenstände beschränken, wenn sie dies zum Schutz der Anleger oder zur Gewährleistung der Stabilität und Integrität des Finanzsystems als nötig erachtet. **6**

Hinsichtlich des der BaFin durch Abs. 2 eingeräumten Ermessens gilt der allgemeine Ermessensgrundsatz des § 40 VwVfG, wonach die BaFin ihr Ermessen entsprechend dem Zweck der Ermächtigung auszuüben und die gesetzlichen Grenzen des Ermessens einzuhalten hat. **7**

§ 276
Leerverkäufe

(1) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft darf für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger keine Vermögensgegenstände nach Maßgabe der §§ 193, 194 und 196 verkaufen, wenn die jeweiligen Vermögensgegenstände im Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses nicht zum Spezial-AIF gehören; § 197 bleibt unberührt. Die Wirksamkeit des Rechtsgeschäfts wird durch einen Verstoß gegen Satz 1 nicht berührt.

(2) Absatz 1 findet keine Anwendung auf AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften, die Hedgefonds verwalten. Die Bundesanstalt kann Leerverkäufe im Sinne des § 283 Absatz 1 Satz 1 Nummer 2 beschränken, wenn sie dies zum Schutz der Anleger oder zur Gewährleistung der Stabilität und Integrität des Finanzsystems als nötig erachtet.

Gesetzesmaterialien

BTDrucks. 17/12294.

I. Allgemeines

Abs. 1 verbietet Leerverkäufe (außerhalb des Hedgefondsbereichs). Leerverkäufe sind als Spekulationsgeschäfte mit erhöhten Verlustrisiken grundsätzlich verboten. Bei einem Leerverkauf spekuliert die KVG darauf, dass die Kurse bis zum Erfüllungszeitpunkt, d.h. dem Zeitpunkt, an dem der bei Vertragsabschluss noch nicht im Vermögen des Spezial-AIF befindliche Vermögensgegenstand geliefert werden muss, sinken und **1**

3 Berger/Steck/Lübbehüsen/*Klusak* § 82 Rn. 11.
4 Berger/Steck/Lübbehüsen/*Klusak* § 82 Rn. 11.

sie sich zwischenzeitlich günstiger eindecken kann.[1] Mit dem Leerverkaufsverbot soll verhindert werden, dass durch Spekulationsgeschäfte das von der KVG verwaltete Vermögen mit besonderen Risiken belastet und zu Leistungen verpflichtet wird, für die der konkrete Aufwand bei Abschluss des Geschäfts nicht genau abzuschätzen ist.[2]

2 Abs. 1 entspricht der Regelung des aufgehobenen § 91 Abs. 3 Nr. 3 i.V.m. § 59 InvG. Abs. 2 Satz 1 greift den Regelungsgehalt des aufgehobenen § 112 Abs. 1 Satz 2 Nr. 2 InvG auf, der Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken vom Leerverkaufsverbot des ebenfalls aufgehobenen § 59 InvG ausnahm. Die bereits in § 112 Abs. 4 InvG angelegte Beschränkungsmöglichkeit für Leerverkäufe wird in Abs. 2 Satz 2 wieder aufgegriffen.[3]

II. Verbot von Leerverkäufen (Abs. 1 Satz 1 Hs. 1)

3 Gem. Abs. 1 Satz 2 darf eine AIF-KVG für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger keine Vermögensgegenstände nach Maßgabe der §§ 193 (Wertpapiere), 194 (Geldmarktinstrumente) und 196 (Investmentanteile) kaufen, wenn die jeweiligen Vermögensgegenstände im Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses nicht zum Spezial-AIF gehören.

4 Auch der mehrfache Verkauf desselben Vermögensgegenstands stellt einen Leerverkauf im Sinne des Abs. 1 Satz 1 Hs. 1 dar.[4]

III. Leerverkäufe durch Derivategeschäfte (Abs. 1 Satz 1 Hs. 2)

5 Gem. Abs. 1 Satz 1 Hs. 2 bleibt die Regelung des § 197 unberührt. Abs. 1 Satz 1 Hs. 2 begründet damit einen Geltungsvorrang des § 197 für über Derivate dargestellte Leerverkäufe.[5]

IV. Rechtsfolgen eines Verstoßes gegen das Leerverkaufsverbot (Abs. 1 Satz 2)

6 Gem. Abs. 1 Satz 2 wird die Wirksamkeit eines Rechtsgeschäfts, welches gegen das Leerverkaufsverbot verstößt nicht berührt. Der Regelung des Abs. 1 Satz 2 bedurfte es, da sie eine Abweichung von § 134 BGB darstellt. Abs. 1 Satz 1 stellt jedoch ein Schutzgesetz i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB dar, so dass die Anleger bei einem Verstoß gegen Abs. 1 Satz 1 einen Schadensersatzanspruch gegen die Kapitalverwaltungsgesellschaft haben.[6]

V. Kein Leerverkaufsverbot für Hedgefonds (Abs. 2 Satz 1)

7 Gem. Abs. 2 findet Abs. 1 keine Anwendung auf AIF-KVGen, die Hedgefonds verwalten. Gem. der Legaldefinition des § 283 Abs. 1 Satz 1 sind Hedgefonds allgemeine offene inländische Spezial-AIF nach § 282, deren Anlagebedingungen zusätzlich mindestens eine der folgenden Bedingungen vorsehen: den Einsatz von Leverage in beträchtlichem Umfang oder den Verkauf von Vermögensgegenständen für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger, die im Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses nicht zum AIF gehören (Leerverkauf). Bei der Vornahme von Leerverkäufen hat die KVG die allgemeinen Be-

---

1 Berger/Steck/Lübbehüsen/*Brümmer* § 59 Rn. 1.
2 OLG Celle WM **2009** 1652, 1654.
3 BTDrucks. 17/12294, S. 275.
4 Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Stabenow* § 59 Rn. 15.
5 Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Stabenow* § 59 Rn. 15.
6 Berger/Steck/Lübbehüsen/*Brümmer* § 59 Rn. 4.

schränkungen und Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 zu beachten.

VI. Beschränkung von Leerverkäufen durch die BaFin (Abs. 2 Satz 2)

Die BaFin kann Leerverkäufe i.S.d. § 283 Abs. 1 Satz 2 Nr. 2 beschränken, wenn sie dies zum Schutz der Anleger oder zur Gewährleistung der Stabilität und Integrität des Finanzsystems als nötig erachtet. Eine solche Beschränkung muss den allgemeinen verwaltungsrechtlichen Anforderungen an eine Ermessensentscheidung genügen. **8**

§ 277
Übertragung von Anteilen oder Aktien

Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft hat schriftlich mit den Anlegern zu vereinbaren oder auf Grund der konstituierenden Dokumente des AIF sicherzustellen, dass die Anteile oder Aktien nur an professionelle und semiprofessionelle Anleger übertragen werden dürfen.

Gesetzesmaterialien

BTDrucks. 17/12294.

§ 277 hat keine direkte Entsprechung im aufgehobenen InvG. Seine Privatanleger schützende Intention verbindet ihn jedoch mit dem aufgehobenen § 92 InvG. Gem. § 92 InvG hatte die KAG in einer schriftlichen Vereinbarung mit den Anlegern sicherzustellen, dass die Anteile nur mit Zustimmung der KAG von den Anlegern übertragen werden durften. **1**

Bei inländischen Spezial-AIF hat die AIF-KVG gem. § 277 schriftlich mit den Anlegern zu vereinbaren, dass die Anteile oder Aktien nur an professionelle und semiprofessionelle Anleger übertragen werden dürfen. § 277 soll verhindern, dass Anteile oder Aktien von Spezial-AIF an Privatanleger weiterveräußert werden.[1] **2**

§ 277 ergänzt § 1 Abs. 6, nach dem Spezial-AIF AIF sind, deren Anteile auf Grund von schriftlichen Vereinbarungen mit der Verwaltungsgesellschaft oder auf Grund der konstituierenden Dokumente des AIF nur von professionellen Anlegern i.S.d. § 1 Abs. 19 Nr. 32 und semiprofessionellen Anlegern i.S.d. Abs. 19 Nr. 33 erworben werden dürfen. **3**

Die Vereinbarung zwischen AIF-KVG und Anleger wirkt nur zwischen diesen als Parteien der Vereinbarung. Ein Verstoß des Anlegers gegen diese Vereinbarung verhindert nicht die rechtswirksame Übertragung der Anteile oder Aktien. Der Spezial-AIF würde zum ungenehmigten Publikums-AIF, was zu einem Einschreiten der BaFin führen würde. **4**

1 BTDrucks. 17/12294, S. 275.

ABSCHNITT 2
Vorschriften für offene inländische Spezial-AIF

§ 278
Bewertung, Bewertungsverfahren und Bewerter

Für die Bewertung, das Bewertungsverfahren und den Bewerter gelten die §§ 168, 169 und 216 entsprechend.

Schrifttum

Buck-Heeb Kapitalmarktrecht, 5. Auflage 2011; *Einsele* Bank- und Kapitalmarktrecht, 2. Auflage 2010; *Emde/Dreibus* Der Regierungsentwurf für ein Kapitalanlagegesetzbuch, BKR 2013 89; *Kempf* Praxishandbuch zur Rechnungslegung von Investmentvermögen, 2010; *ders.* Rechnungslegung von Investmentvermögen – Die neue Rechnungslegungs- und Bewertungsverordnung (InvRBV), Corporate Finance biz 2010; *Sedlmaier* Die Investment-Rechnungslegungs- und Bewertungsverordnung – Überblick und kritische Würdigung, WM **2010** 1437; *Volhard/El-Qalqili* Die neuen Bewertungsvorschriften für AIF-Investmentvermögen, DB **2013** 2103; *Weiser/Jang* Die nationale Umsetzung der AIFM-Richtlinie und ihre Auswirkungen auf die Fondsbranche in Deutschland, BB **2011** 1219.

Systematische Übersicht

A. Allgemeines —— 1
B. Tatbestand
I. Bewertung
1. Ermittlung des Nettoinventarwertes —— 4
2. Bewertung der Vermögensgegenstände —— 5
II. Bewertungsverfahren —— 8
1. Interne Bewertungsrichtlinie —— 9
2. Grundsätze für das Bewertungsverfahren —— 15
III. Bewerter
1. Interne Bewertung —— 18
2. Externer Bewerter —— 21

A. Allgemeines

1 Die Bewertung der Vermögensgegenstände bei Spezialinvestmentvermögen richtete sich bislang nach den §§ 36 und 91 InvG. Die Vorschrift verweist auf die Bewertungsvorschriften, die bereits für die Bewertung der offenen Publikumsinvestmentvermögen gelten. Im Wesentlichen basieren die §§ 168, 169 und 216 zum einen auf den Regelungen des § 36 InvG und zum anderen auf den Vorgaben des Artikel 19 AIFM-Richtlinie. Durch Artikel 19 AIFM-Richtlinie werden zum ersten Mal europäisch harmonisierte Verfahren zur Bewertung der Vermögensgegenstände in Investmentvermögen geschaffen. Ergänzt werden die Regelungen in Artikel 19 AIFM-Richtlinie durch die Artikel 68 ff. der AIFM-DV. Dabei wird in starkem Maße auf die von IOSCO erlassenen „Principles for the valuation of hedge fund portfolios“[1] zurückgegriffen.

2 Durch die Bewertungsvorschriften soll eine verlässliche und objektive Bewertung aller Vermögensgegenstände des Spezial-AIF gesichert werden und gleichzeitig eine ordnungsgemäße Berechnung des Anteilspreises sichergestellt werden. Das Anlegerpublikum soll die Anteile oder Aktien an dem Investmentvermögen zu marktgerechten Preisen erwerben und zurückgeben können. Dies setzt voraus, dass durch den Anteils- oder Aktienpreis auch der reelle Wert des Portfolios reflektiert wird. Ziel ist daher eine unabhängige und unparteiische Bewertung durch entsprechend qualifizierte Experten,

1 Abrufbar unter http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD240.pdf.

die mit der erforderlichen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit ausgeführt wird. Soweit eine interne Bewertung durch die Kapitalverwaltungsgesellschaft selber erfolgt, soll Interessenkonflikten vorgebeugt werden.

§ 168 regelt die Ermittlung des Nettoinventarwertes, enthalten sind in dieser Vorschrift auch Regelungen zu welchem Wert bestimmte Vermögensgegenstände bei der Wertermittlung anzusetzen sind. § 169 regelt Grundsätze des Bewertungsverfahrens, die Bewertungsgrundsätze sind vorab in einer Bewertungsrichtlinie niederzulegen und für die einzelnen Vermögensgegenstände sind vorab einzelne Bewertungsverfahren festzulegen. In § 216 KAGB ist schließlich geregelt, wer die Bewertung der Vermögensgegenstände vornehmen darf und stellt jeweils Anforderungen für die externe und die interne Bewertung auf. **3**

B. Tatbestand

I. Bewertung

1. Ermittlung des Nettoinventarwertes. § 168 regelt die Berechnung des Nettoinventarwertes und Einzelheiten zur Bewertung der Vermögensgegenstände, in die das Investmentvermögen investiert ist. Der Nettoinventarwert je Anteil oder Aktie ergibt sich dabei aus der Teilung des Wertes des Investmentvermögens durch die Zahl der in den Verkehr gelangten Anteile oder Aktien. Da die Anzahl der Anleger im Bereich der Spezialinvestmentvermögen überschaubar ist, dürfte die Ermittlung der ausgegebenen Anteile nicht weiter problematisch sein. Der Schwerpunkt liegt daher auf der Ermittlung des Wertes des offenen Spezialinvestmentvermögens. **4**

2. Bewertung der Vermögensgegenstände. Die Vorgaben für die Bewertungsmethoden beruhen weiterhin auf nationalen Regelungen. Sowohl die AIFM-Richtlinie als auch die AIFM-DV beschränken sich auf Vorgaben zum Bewertungsverfahren, für die Bewertung der einzelnen Vermögensgegenstände an sich werden keine konkreten inhaltlichen Vorgaben gemacht. Wie sich bereits aus Artikel 19 Absatz 2 AIFM-Richtlinie ergibt, richten sich die Bewertungsmethoden für die einzelnen Vermögensgegenstände nach den nationalen Vorschriften. Damit wird zum einen der Tatsache Rechnung getragen, dass die AIFM-Richtlinie eine Managerregulierung darstellt und keine Produktregulierung beinhaltet. Folglich fehlt auch ein europaweit vereinheitlichter Katalog an erwerbbaren Vermögensgegenständen. Zum anderen gibt es auf EU-Ebene auch keine vereinheitlichten Bewertungsverfahren, insofern finden die jeweils national verbindlichen Bewertungsmethoden Anwendung. In Deutschland finden sich die entsprechenden Regelungen in § 168 und im 3. Abschnitt der KARBV. **5**

Als Grundsatz für die Wertermittlung gilt, dass für jeden Vermögensgegenstand der Verkehrswert zu ermitteln ist. Dabei ist die Vorschrift des § 168 bei der Bewertung der Vermögensgegenstände stark auf die Bewertung von Wertpapieren und Finanzinstrumenten ausgerichtet, für die ein Börsenkurs oder sonstiger Marktpreis leicht zu ermitteln ist. Dabei gilt als Grundregel, dass bei gehandelten Vermögensgegenständen der Kurswert zugrunde zu legen sind. Bei nichtgehandelten Vermögensgegenständen, für die kein handelbarer Kurs verfügbar ist, ist ebenfalls der Verkehrswert zugrunde zu legen, der anhand geeigneter Bewertungsmodelle zu ermitteln ist. **6**

Neben diesen Grundsätzen für die Bewertung von Vermögensgegenständen in § 168 Absatz 2 und 3 sind in den Absätzen 3 bis 6 Sonderregelungen für die Bewertung von nicht börsenzugelassenen Schuldverschreibungen, Derivaten, schwebenden Verpflichtungsgeschäften und Rückerstattungsansprüchen aus Wertpapierdarlehensgeschäften **7**

vorgesehen. § 168 Absatz 7 regelt die Verpflichtung zur Aufstellung und Einhaltung von Best Execution-Grundsätzen, das heißt das Ergreifen aller angemessenen Maßnahmen zur Erzielung des bestmöglichen Ergebnisses für das Investmentvermögen, sowie das Marktgerechtigkeitsgebot. Schließlich enthält § 168 Absatz 8 die Ermächtigung zum Erlass einer Rechtsverordnung mit weiteren konkretisierenden Regelungen zur Bewertung von Vermögensgegenständen. Diese Möglichkeit hat die BaFin mit den Regelungen der §§ 26 bis 34 KARBV genutzt.

II. Bewertungsverfahren

8 Während § 168 die Bewertung der einzelnen Vermögensgegenstände selbst regelt, werden in § 169 die Grundsätze des Bewertungsverfahrens geregelt. Kernstück ist dabei die Verpflichtung der Kapitalverwaltungsgesellschaft zur Erstellung einer Bewertungsrichtlinie, in der für jeden verwalteten AIF die Bewertungsverfahren festzulegen sind. Damit soll eine ordnungsgemäße und unabhängige Bewertung verfahrensrechtlich sichergestellt werden. Das Bewertungsverfahren und damit auch die Bewertung als solche wird damit für Abschlussprüfer und Aufsichtsbehörde nahvollziehbar gestaltet. Besondere Bedeutung erlangt dabei die AIFM-DV, die hierzu weitere Konkretisierungen enthält.

9 **1. Interne Bewertungsrichtlinie.** Der Inhalt der Bewertungsrichtlinie und damit auch die Anforderungen an das Bewertungsverfahren werden in Artikel 67 der AIFM-DV näher konkretisiert. Keine Vorgaben werden auf europäischer Ebene hinsichtlich der Bewertungsmethoden gemacht. Damit gelten in Deutschland zunächst die Anforderungen des § 168 und die Bewertungsvorgaben der KARBV. Ferner ist in der Bewertungsrichtlinie für jeden Vermögensgegenstand, der nach den Anlagebedingungen des AIF erwerbbar ist, die jeweilige Bewertungsmethode festzulegen. Es muss sich dabei um ein am jeweiligen Markt anerkanntes Bewertungsverfahren handeln, die Auswahl des jeweiligen Bewertungsverfahrens ist dabei zu begründen. Diese Vorgaben sind natürlich auch davon abhängig, welche Anlagepolitik der jeweilige AIF verfolgt und in welche Vermögensgegenstände er investieren darf. Eine gesteigerte Bedeutung kommt dieser Frage im Bereich der Spezial-AIF zu, weil insbesondere bei den allgemeinen offenen inländischen Spezial-AIF jeder Vermögensgegenstand, für den ein Verkehrswert ermittelt werden kann, erwerbbar ist. Damit hat der Gesetzgeber die Frage der Erwerbbarkeit eines Vermögensgegenstandes sehr offen gehalten.

10 Weiterhin ist nach Artikel 69 Absatz 2 der AIFM-DV zu gewährleisten, dass die Bewertungsverfahren und Bewertungsmethoden kohärent angewandt werden. Diese kohärente – das heißt einheitliche – Anwendung hat zwei Komponenten. Zum einen ist die Kohärenz auf die einzelnen Arten von Vermögensgegenständen zu beziehen. Daher ist die jeweils passende Bewertungsmethode für eine bestimmte Art von Vermögensgegenstand kohärent anzuwenden. Das muss aber nicht heißen, dass zum Beispiel bei jeder Unternehmensbeteiligung die gleiche Bewertungsmethode zur Anwendung kommt. So lassen auch § 32 KARBV und der IDW Standard S 1 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“, auf den § 32 KARBV verweist, für die Bewertung von Unternehmensbeteiligungen unterschiedliche Bewertungsmethoden zu. Daher können auch beim Vermögensgegenstand „Unternehmensbeteiligung“ verschiedene Bewertungsmethoden angewandt werden, allerdings muss für die Differenzierung zwischen den einzelnen Unternehmensbeteiligungen ein sachlicher Grund vorliegen. Auch im Zeitverlauf ist eine kohärente Anwendung geboten. Das heißt, die einmal gewählte Bewertungsmethode ist so lange anzuwenden, bis gegebenenfalls neue Umstände eine Änderung der Bewertungsmethode notwendig machen.

In der Bewertungsrichtlinie hat eine Zuweisung der Pflichten, Rollen und Verantwortlichkeiten der an der Bewertung beteiligten Personen zu erfolgen. Auch diese prozessorientierte Anforderung dient der Herstellung von Transparenz. Dabei ist an die Funktionen der handelnden Personen anzuknüpfen. Die im Rahmen der Bewertung tätigen Funktionsträger sind mit ihrer Rolle und ihrem Verantwortungsbereich zu beschreiben. Festzulegen ist, welches Mitglied der Geschäftsführung für die Bewertung der Vermögensgegenstände zuständig ist. Hierbei sind auch die Kontroll- und Überwachungsprozesse darzustellen. **11**

Die weiteren Festlegungen hängen auch davon ab, ob es sich um eine interne oder eine externe Bewertung handelt. Bei der externen Bewertung sind zusätzlich die Namen des oder der externen Bewerter zu nennen. Die Kriterien für die Auswahl des externen Bewerters sind zu benennen. Hierbei ist auch festzulegen, ob der externe Bewerter die Bewertungsmethoden eigenständig auswählen darf oder dem externen Bewerter die Bewertungsmethoden vorgegeben werden. Daneben sind die Prozesse für die laufende Überwachung des externen Bewerters darzustellen. Die laufende Überwachung bezieht sich sowohl auf die Einhaltung der Bewertungsvorgaben des KAGB, der KARBV und der AIFM-DV als auch auf die Fehleranfälligkeit des Bewertungsergebnisses. Bei der externen Bewertung ist das Verfahren zum Informationsaustausch zwischen der Kapitalverwaltungsgesellschaft und dem externen Bewerter zu regeln. Dagegen ist bei der internen Bewertung die funktionelle und personelle Trennung zur Portfolioverwaltung darzustellen. Die Bewertungsmethoden für bestimmte Vermögensgegenstände sind festzulegen. Bei der Investition in Vermögensgegenstände, für die Marktpreise ermittelt werden können, sollten die Preisquellen festgelegt werden. Im Hinblick auf Bewertungsmodelle sollten die zugrunde zu legenden Parameter festgelegt werden. Schließlich sollte konkretisiert sein, unter welchen Bedingungen eine Bewertungsmethode angepasst werden kann. **12**

Sowohl bei der externen als auch bei der internen Bewertung sollte ein Eskalationsverfahren regeln, wie Unstimmigkeiten über eine Bewertung zwischen der Geschäftsleitung und der internen Bewertungseinheit bzw. dem externen Bewerter beigelegt werden können. Weiterhin sollte ein Verfahren für den Fall vorgesehen sein, dass sich eine Bewertung im Nachhinein als fehlerhaft herausstellt. Hierbei sollte festgelegt werden, welche Anforderungen an den Nachweis einer fehlerhaften Bewertung zu stellen sind. Auch die weiteren zu treffenden Maßnahmen in Bezug auf Korrektur des Nettoinventarwertes und Entschädigungsmaßnahmen sollten festgelegt sein. Dabei ist aber auch der Tatsache Rechnung zu tragen, dass es sich um institutionelle Anleger handelt und daher hier auch eher einzelfallbezogene Regelungen möglich sind. **13**

Schließlich sollte auch ein „cutoff-date" als Zeitpunkt festgelegt werden, an dem zu einem Bewertungsstichtag die Bewertung vorgenommen wird. Bei Finanzinstrumenten, bei denen eine tägliche Handelbarkeit gegeben ist, wird dies in der Regel mit dem Handelsschluss übereinstimmen. Die näheren Vorgaben für ein eventuell zu verwendendes Bewertungsmodell sind in Artikel 68 AIFM-DV festgelegt. Dabei ist das Bewertungsmodell zu beschreiben und es ist zu begründen, warum die Bewertung anhand eines Modells erfolgt und weshalb dieses Bewertungsmodell und nicht andere am Markt verfügbare Bewertungsmodelle ausgewählt wurden. Daneben ist zu dokumentieren, welche Parameter für dieses Modell verwendet werden und welche Annahmen dem Bewertungsmodell zu Grunde liegen. Darüber hinaus sind die Grenzen und Risiken des Bewertungsmodells darzustellen. **14**

2. Grundsätze für das Bewertungsverfahren. Schließlich ergeben sich aus § 169 Absatz 2 einige Grundsätze für das Bewertungsverfahren, die unabhängig davon gelten, ob es **15**

sich um eine interne oder eine externe Bewertung handelt. So ist die Bewertungsaufgabe unparteiisch vorzunehmen. Damit soll sichergestellt werden, dass die Bewertung allein unter fachlichen Gesichtspunkten erfolgt und keine sachfremden Erwägungen das Bewertungsergebnis beeinflussen können. So kann die Kapitalverwaltungsgesellschaft ein Interesse an einer hohen Bewertung haben, da die Verwaltungsgebühren anhand des verwalteten Vermögens bemessen werde. Dagegen kann für Kreditgeber oder Primebroker des AIF ein Interesse an einer möglichst niedrigen Bewertung bestehen, weil andernfalls zusätzliche Sicherheiten gestellt werden müssen. Unparteilichkeit fordert vom Bewerter eine Unabhängigkeit der Person, Neutralität bei der Auftragsdurchführung und Objektivität in Sachfragen.[2]

16 Weiterhin ist nach § 169 Absatz 2 die Bewertungsaufgabe mit der gebotenen Sachkenntnis, Gewissenhaftigkeit und Sorgfalt zu erbringen. Eine sorgfältige Bewertung setzt dabei voraus, dass die Bewertungsleistung mit der Sorgfalt eines ordentlichen Bewerters im Einklang mit den gesetzlichen Vorgaben und unter Berücksichtigung des aktuellen Standes von Wissenschaft und Technik zu erbringen ist.

III. Bewerter

17 Für die Frage, wer die Bewertung durchzuführen hat, gilt auch für die offenen Spezial-AIF die Grundregel des § 216. Damit wird auch hier sowohl die externe als auch die interne Bewertung für zulässig und gleichwertig gehalten, unabhängig von Assetklassen und Vermögensgegenständen. In § 216 sind vor allem die Anforderungen an den externen Bewerter geregelt, enthalten sind jedoch auch Vorgaben für die interne Bewertung.

18 **1. Interne Bewertung.** Gerade für die Qualität des Bewertungsergebnisses ist die Unabhängigkeit der internen Bewertung ein zentrales Merkmal. § 216 Absatz 1 Satz 1 Nummer 2 enthält hierfür verschiedene Vorgaben, die die Unabhängigkeit der Mitarbeiter in der internen Bewertungseinheit sichern sollen. So dürfen weder die Geschäftsführung noch sonstige Mitarbeiter der Kapitalverwaltungsgesellschaft unzulässigen Einfluss auf die Mitarbeiter in der Bewertungseinheit ausüben. Daher ist eine funktionale und hierarchische Trennung der Bewertungseinheit von der Portfolioverwaltung sicherzustellen. Auch durch die Vergütungspolitik darf die Unabhängigkeit der Bewertung nicht in Frage gestellt werden. Daher darf die Vergütung der Mitglieder der Bewertungseinheit in keiner Form an die Wertentwicklung des AIF oder den Wert der von ihm verwalteten Vermögensgegenstände geknüpft werden. Am besten ist dem durch eine Fixvergütung Rechnung zu tragen, bei der zusätzlichen variablen Vergütung sollten Parameter wie zum Beispiel Fehleranfälligkeit des Bewertungsergebnisses zu Grunde gelegt werden. Generell dürfen sich aus Art und Höhe der Vergütung keine Interessenkonflikte für die Mitarbeiter der Bewertungseinheit ergeben.

19 Die BaFin kann darüber hinaus nach § 278 in Verbindung mit § 216 anordnen, dass die Bewertungsverfahren sowie die Bewertungen der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft durch den Abschlussprüfer im Rahmen der Jahresabschlussprüfung zu überprüfen sind. § 32 KAPrüfBV sieht vor, dass die Geeignetheit der Bewertungsverfahren unter Berücksichtigung des Anlageobjektes und der Anlagestrategie zu überprüfen sind. Darüber hinaus sieht § 32 Absatz 2 KAPrüfBV noch besondere Prüfungen im Rahmen der Jahresabschlussprüfung vor. Danach hat der Abschlussprüfer im Prüfungsbericht zu bestätigen, dass die organisatorischen Anforderungen, die die Unabhängigkeit der internen Bewer-

2 Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Tollmann* Artikel 19 Rn. 94.

tung sicherstellen sollen, auch tatsächlich eingehalten werden. Darüber hinaus hat der Abschlussprüfer darüber zu berichten, ob die Mitarbeiter, die in der Bewertungseinheit tätig sind, auch die für die Bewertung erforderliche Qualifikation besitzen. Da die Kapitalverwaltungsgesellschaft – anders als bei der externen Bewertung – keine beruflichen Garantien nachweisen muss, soll durch den Abschlussprüfer das Vorliegen der erforderlichen Qualifikationen überprüft werden.

2. Externer Bewerter. Auch für Spezial-AIF ist die Bestellung des externen Bewerters der Bundesanstalt anzuzeigen. Dabei ist insbesondere auch die Einhaltung der Anforderungen des § 216 Absatzes 2 nachzuweisen. Die Bundesanstalt kann die Bestellung eines anderen externen Bewerters verlangen, soweit die Anforderungen des § 216 Absatz 2 nicht eingehalten werden. **20**

Nach § 216 Absatz 2 Nummer 1 muss der Bewerter einer gesetzlich anerkannten obligatorischen berufsmäßigen Registrierung oder Rechts- und Verwaltungsvorschriften oder berufsständischen Regeln unterliegen. Als externe Bewerter, die Rechts- und Verwaltungsvorschriften unterliegen, kommen insbesondere öffentlich bestellte Sachverständige nach § 36 GewO oder die Verwahrstelle in Betracht. Berufsständische Regeln gelten für Wirtschaftsprüfer oder zertifizierte Sachverständige. **21**

Daneben muss der externe Bewerter nach § 216 Absatz 2 Nummer 2 zudem ausreichende berufliche Garantien vorweisen können, um die Bewertungsfunktion wirksam ausüben zu können. Der Begriff der beruflichen Garantien des externen Bewerters wird in Artikel 73 AIFM-DV näher konkretisiert. Sie dienen als Nachweis dafür, dass der externe Bewerter in der Lage ist, die Bewertungsfunktion auszuüben. Dabei geht es darum, die Qualifikation des externen Bewerters und dessen Fähigkeit, ordnungsgemäße und unabhängige Bewertungen vorzunehmen, nachzuweisen. Nachzuweisen sind ebenfalls eine ausreichende Personalausstattung und technische Ressourcen. In Bezug auf seine fachliche Qualifikation muss der externe Bewerter über ein ausreichendes Wissen und Verständnis in Bezug auf die Anlagestrategie und die Vermögenswerte des AIF verfügen. Daneben muss er auch eine entsprechende Erfahrung als externer Bewerter besitzen. In persönlicher Hinsicht muss er über einen guten Leumund verfügen, hierbei geht es um die persönliche Zuverlässigkeit des externen Bewerters. **22**

Die Bestellung eines externen Bewerters ist keine Auslagerung, allerdings finden die Regelungen des § 36 Absatz 1, 2 und 10 nach § 216 Absatz 2 Nummer 3 entsprechend Anwendung. Darüber sind auch diejenigen Vorschriften in Artikel 75 bis 82 der AIFM-DV anzuwenden, die die Regelungen des § 36 Absatz 1, 2 und 10 konkretisieren. Damit wird der Tatsache Rechnung getragen, dass die Kapitalverwaltungsgesellschaft eigene Aufgaben nur unter bestimmten Bedingungen auf Dritte übertragen darf. Erfasst von dem Verweis auf die Auslagerungsvorschriften werden die Regelungen zur objektiven Rechtfertigung der Auslagerung, zu den fachlichen und personell-organisatorischen Anforderungen an das Auslagerungsunternehmen und zu den Überwachungs- und Kontrollbefugnissen der Kapitalverwaltungsgesellschaft über das Auslagerungsunternehmen. **23**

Auch wenn die Vorschriften über die Auslagerung entsprechend anwendbar sind, so steht der Kapitalverwaltungsgesellschaft in Bezug auf das Bewertungsergebnis gerade kein Weisungsrecht entsprechend § 36 Absatz 1 Nummer 7gegenüber dem externen Bewerter zu. Ein solches Weisungsrecht ließe sich nicht mit der Unabhängigkeit des externen Bewerters vereinbaren. **24**

Grundsätzlich spricht § 216 nur von einem externen Bewerter, was nicht bedeutet, das eine Kapitalverwaltungsgesellschaft nicht mehrere externe Bewerter bestellen kann. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass ein Spezial-AIF in verschiedene Vermögensgegenstände investiert sein kann, für die die Bestellung unterschiedlicher externer Bewerter **25**

aufgrund ihrer speziellen Expertise erforderlich sein kann. So kann zum Beispiel für einen Immobilien-Spezial-AIF die Bestellung unterschiedlicher externer Bewerter mit Expertise in unterschiedlichen regionalen Immobilienmärkten erforderlich sein. Allerdings muss die Kapitalverwaltungsgesellschaft immer nachweisen, dass ein objektiver Grund für die Bestellung mehrerer externer Bewerter vorliegt.

26 Zu den allgemeinen Grundsätzen für die Bewertung zählt die Unabhängigkeit der Bewertung. Im Falle der externen Bewertung setzt dies zunächst eine rechtliche Unabhängigkeit voraus, das heißt der externe Bewerter darf nicht zum Konzernverbund der betreffenden Kapitalverwaltungsgesellschaft gehören. Weiterhin ist auch eine wirtschaftliche Unabhängigkeit des externen Bewerters zu fordern. Weder die AIFM-Richtlinie noch die AIFM-DV enthält hierfür Spezialregelungen, alleine in § 250 Absatz 2 sind in Bezug auf Immobilien-Publikumssondervermögen Vorgaben zur Sicherung der wirtschaftlichen Unabhängigkeit enthalten. Generell lässt sich als Maßstab festlegen, dass der überwiegende Teil der jährlichen Gesamteinnahmen für Dritte erzielt werden sollte. Dagegen besteht bei einem externen Bewerter, der ausschließlich oder zu einem hohen Prozentsatz für die Kapitalverwaltungsgesellschaft tätig ist, die Gefahr einer wirtschaftlichen Abhängigkeit.[3] Auch bei der Bemessung der Vergütung, die von der Kapitalverwaltungsgesellschaft an den externen Bewerter zu zahlen ist, sollte der Unabhängigkeit des externen Bewerters Rechnung getragen werden. In der Vergütung sollten keine erfolgsbezogenen Komponenten enthalten sein, bei der an den Wert des zu bewertenden Portfolios oder einzelner Vermögensgegenstände angeknüpft wird. Auch darf die Vergütung keine in das Ermessen der Kapitalverwaltungsgesellschaft gestellten Elemente enthalten, da dies zu Interessenkonflikten bei dem externen Bewerter führen kann.

27 Nicht als externe Bewerter zu klassifizieren sind sogenannte Preisanbieter oder Datenprovider. Eine reine Zulieferung von Kursen oder Preisen stellt noch keine externe Bewertung dar, es handelt sich vielmehr um eine rein technische Zulieferung von Daten. Letztendlich trifft in diesem Fall die Kapitalverwaltungsgesellschaft gegebenenfalls durch den Abgleich mit anderen Kursquellen die Entscheidung, ob sie diese Kurse ihrer Bewertung zugrundelegt.

28 Nach § 216 Absatz 4 gilt für einen bestellten externen Bewerter ein Verbot der Auslagerung der Bewertungsfunktion. Wie auch bei der Verwahrstelle hat der externe Bewerter seine Dienstleistung höchstpersönlich zu erbringen.

29 § 216 Absatz 7 stellt klar, dass die Kapitalverwaltungsgesellschaft selbst dann für die ordnungsgemäße Bewertung der Vermögensgegenstände des AIF und die Berechnung und Offenlegung des Nettoinventarwertes verantwortlich bleibt, wenn sie einen externen Bewerter bestellt hat. Allerdings trifft den externen Bewerter eine Ausgleichs- und Freistellungspflicht gegenüber der Kapitalverwaltungsgesellschaft, wenn die Kapitalverwaltungsgesellschaft aufgrund von vorsätzlichen oder fahrlässigen Pflichtverletzungen des externen Bewerters in Anspruch genommen worden ist. Diese gesetzliche Haftungsverteilung ist auch nicht durch abweichende vertragliche Vereinbarungen abdingbar.

§ 279
Häufigkeit der Bewertung, Offenlegung

(1) Die Bewertung der Vermögensgegenstände und die Berechnung des Nettoinventarwertes je Anteil oder Aktie sind in einem zeitlichen Abstand durchzufüh-

---

3 Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Tollmann* Artikel 19 Rn. 76.

ren, der den zum Spezial-AIF gehörenden Vermögensgegenständen und der Ausgabe- und Rücknahmehäufigkeit der Anteile oder Aktien angemessen ist, jedoch mindestens einmal jährlich.

(2) Die Kriterien zur Bestimmung der Häufigkeit der Bewertung des Wertes des AIF und zur Berechnung des Nettoinventarwertes je Anteil oder Aktie bestimmen sich nach den Artikeln 67 bis 74 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013.

(3) Die Bewertungen der Vermögensgegenstände und Berechnungen des Nettoinventarwertes je Anteil oder Aktie sind entsprechend den diesbezüglichen Anlagebedingungen gegenüber den Anlegern offenzulegen.

Schrifttum

Volhard/El-Qualili Die neuen Bewertungsvorschriften für AIF-Investmentvermögen, Der Betrieb **2013** 2103.

Systematische Übersicht

A. Allgemeines —— 1
B. Häufigkeit der Bewertung —— 3
I. Häufigkeit der Berechnung des Nettoinventarwertes nach der AIFM-DV —— 5
II. Bewertungshäufigkeit nach der AIFM-DV —— 6
C. Offenlegung der Bewertung —— 9

A. Allgemeines

§ 279 wurde durch das AIFM-Umsetzungsgesetz erstmalig eingeführt. Für die Bewertung von Spezial-Sondervermögen galt bislang § 95 Absatz 4 Satz 1 InvG. Die Offenlegung des Anteilpreises wurde der individuellen Vereinbarung zwischen dem institutionellen Anleger und der Kapitalanlagegesellschaft überlassen und die Veröffentlichungspflichten des § 36 Absatz 6 InvG galten nach § 95 Absatz 4 Satz 2 InvG nicht. § 278 entspricht in seinem Wortlaut und Regelungsgehalt weitgehend der Parallelvorschrift des § 217, der die Häufigkeit der Bewertung und die Offenlegung des Nettoinventarwertes gegenüber den Anlegern eines Publikums-AIF regelt. **1**

Absatz 1 dient der Umsetzung von Artikel 19 Absatz 3 Unterabsatz 2 und 3 AIFM-Richtlinie. Absatz 2 verweist für die Kriterien zur Bestimmung der Häufigkeit der Bewertung des Investmentvermögens und zur Berechnung des Nettoinventarwertes je Anteil oder Aktie auf die AIFM-DV, dort finden sich die entsprechenden Regeln in Artikel 72 und 74 AIFM-DV. Schließlich wird durch Absatz 3 der Artikel 19 Absatz 3 Unterabsatz 1 und 5 AIFM-Richtlinie umgesetzt. **2**

B. Häufigkeit der Bewertung

Der aktuelle Anteilspreis ist eine zentrale Information für den Anleger. Um einen möglichst aktuellen Marktwert des Investmentvermögens zu erhalten, müssten möglichst aktuelle Verkehrswerte für die Vermögensgegenstände ermittelt werden. Bei Wertpapieren, die an der Börse gehandelt werden, sind Börsenpreise leicht verfügbar und daher eine aktuelle Wertermittlung problemlos möglich. Schwieriger dagegen ist die Wertermittlung bei Vermögensgegenständen, bei denen die Ermittlung des Verkehrswertes wesentlich aufwendiger ist, wie z.B. bei Immobilien. Daher hängt die Häufigkeit der Bewertung zum einen von der Verfügbarkeit der Verkehrswerte ab. Auf der anderen Seite wird die Notwendigkeit einer Bewertung auch durch die Häufigkeit der Anteilsausgabe **3**

und -rücknahme bestimmt. Daneben hat die Bewertung der Vermögensgegenstände und die Ermittlung eines möglichst marktnahen Anteilspreises auch im Falle der Anteilsausgabe und -rücknahme eine wesentliche Bedeutung. Sichergestellt werden muss, dass der Anleger beim Erwerb des Anteils einen marktgerechten Preis zahlt und bei der Rückgabe seines Anteils auch einen entsprechenden Gegenwert hierfür erhält.

4 Die ersten beiden Absätze regeln die Häufigkeit der Bewertung der Vermögensgegenstände, die im Investmentvermögen gehalten werden, sowie die Häufigkeit der Berechnung des Nettoinventarwertes je Anteil oder Aktie. Als Mindestvoraussetzung gilt, dass eine Bewertung mindestens einmal im Jahr zu erfolgen hat. Darüber hinaus wird die Bewertungsfrequenz durch zwei weitere Kriterien bestimmt. Die Häufigkeit der Bewertung muss in einem zeitlichen Abstand erfolgen, der den zum Investmentvermögen gehörenden Vermögensgegenständen angemessen ist und der zeitliche Abstand muss der Ausgabe- und Rücknahmehäufigkeit der Anteile oder Aktien angemessen sein.

I. Häufigkeit der Berechnung des Nettoinventarwertes nach der AIFM-DV

5 Diese Vorgaben, die sich aus Artikel 19 Absatz 3 AIFM-Richtlinie ergeben, werden weiter durch Artikel 72 und 74 AIFM-DV konkretisiert. Ausgangspunkt ist dabei zunächst die Berechnung des Nettoinventarwertes, bei Finanzinstrumenten wird die Bewertungshäufigkeit hiermit verknüpft. Artikel 72 Absatz 1 AIFM-DV verlangt, dass bei jeder Ausgabe oder Rücknahme von Anteilen eine Berechnung des Nettoinventarwertes zu erfolgen hat.

II. Bewertungshäufigkeit nach der AIFM-DV

6 Artikel 74 AIFM-DV legt die Bewertungshäufigkeit für die Vermögensgegenstände offener AIF fest. Dabei wird zwischen der Bewertungshäufigkeit bei Finanzinstrumenten und der Bewertungshäufigkeit bei sonstigen Vermögensgegenständen differenziert. Aufgrund der leichter verfügbaren Marktpreise von Finanzinstrumenten ist in Artikel 74 Absatz 1 AIFM-DV vorgesehen, dass bei jeder Ermittlung des Nettoinventarwertes auch eine Neubewertung der Finanzinstrumente durchgeführt werden muss. Damit ist bei jeder Ausgabe und Rücknahme von Anteilen eine Neubewertung durchzuführen. Dagegen wird bei der Bewertung der sonstigen Vermögensgegenstände nach Artikel 74 Absatz 2 AIFM-DV der Tatsache Rechnung getragen, dass Marktpreise nicht leicht verfügbar sind und eine Neubewertung aufwändig und kostenintensiv sein kann. Demgemäß hat hier mindestens einmal im Jahr eine Neubewertung zu erfolgen. Darüber hinaus ist eine Neubewertung nur in all den Fällen erforderlich, in denen sich Anhaltspunkte dafür ergeben, dass die Bewertung nicht mehr marktgerecht ist.

7 Bei offenen Spezial-AIF dürfte allerdings das Kriterium der Ausgabe und Rücknahme von Anteilen in der Regel keine praktische Bedeutung erlangen. Häufig werden die Spezial-AIF für einen Anleger oder einen eng begrenzten Anlegerkreis aufgelegt. Daher wird bei einem Spezial-AIF eine Anteilsausgabe oder -rückgabe eher selten vorkommen. Dies dürfte jedoch nicht dazu führen, dass bei einem Spezial-AIF, der in Finanzinstrumente investiert ist, nur eine jährliche Bewertung und Anteilwertermittlung stattfindet. Spezial-AIF zeichnen sich gerade dadurch aus, dass die Anleger in größerem Maße Einfluss auf die Konzeption, Steuerung und Kontrolle des Spezial-AIF haben. So enthalten die sog. Dreiervereinbarungen zwischen Anteilsinhaber, Kapitalverwaltungsgesellschaft und Verwahrstelle auch auf den Anleger zugeschnittene Reportingverpflichtungen. Insofern dürfte sich aufgrund der individuell vereinbarten Reportingverpflichtungen auch eine höhere Bewertungsfrequenz ergeben.

Bei den sonstigen Vermögensgegenständen stellt sich die Frage, wann eine fehlende Marktgerechtigkeit der Bewertung vorliegt und somit eine Neubewertung dieser Vermögensgegenstände erforderlich ist. Artikel 74 Absatz 2 AIFM-DV liefert hierzu keine Definition. Auch hinsichtlich dieses Punktes mag eine entsprechende Regelung in der sog. Dreiervereinbarung sinnvoll sein. In Betracht kommen hierbei Fälle, in denen eine Veränderung der Marktsituation eine Neubewertung erforderlich macht. Auch wesentliche Veränderungen am Vermögensgegenstand können den Anlass für eine Neubewertung darstellen. Solche Anlässe können zum Beispiel bei einer Immobilie Kündigung eines wichtigen Mieters, Abschluss oder Verlängerung wichtiger Mietverträge, Fertigstellung eines Neubaus und Ersteinzug der Mieter sowie der Abschluss von Revitalisierungs- oder Erweiterungsmaßnahmen sein.[1] **8**

C. Offenlegung der Bewertung

Absatz 3 regelt die Offenlegung der Bewertung und des Anteilspreises gegenüber den Anlegern. Die Offenlegung der Bewertung und der Berechnung des Nettoinventarwertes hat gegenüber den Anlegern entsprechend den Anlagebedingungen zu erfolgen. Damit ist es hier der individuellen Vereinbarung zwischen Anleger und Kapitalverwaltungsgesellschaft überlassen, wie die Information über den Wert der Vermögensgegenstände und den Anteilspreis erfolgt. **9**

§ 280
Master-Feeder-Strukturen

Spezial-AIF dürfen nicht Masterfonds oder Feederfonds einer Master-Feeder Struktur sein, wenn Publikumsinvestmentvermögen Masterfonds oder Feederfonds derselben Master-Feeder-Struktur sind.

Gesetzesmaterialien

BTDrucks. 17/4510; BTDrucks. 17/12294.

§ 280 entspricht der Regelung des aufgehobenen § 95 Abs. 8 InvG, welcher durch das OGAW-IV-UmsG eingeführt wurde. Nach der Gesetzesbegründung zu § 95 Abs. 8 InvG soll die Regelung klarstellen, dass Master-Feeder-Konstruktionen nach den gesetzlichen Vorschriften der §§ 171 ff. (vormals §§ 45a ff. InvG) nur für offene Publikumsinvestmentvermögen gestattet sind.[1] Die Auflage von Master-Feeder-Strukturen im Bereich der Spezial-AIF unterliegt keiner gesonderten Regelung im KAGB. **1**

§ 280 schließt aus, dass sich in ein und derselben Master-Feeder-Struktur gleichzeitig Spezial-AIF und Publikumsinvestmentvermögen befinden. Dies erscheint unter Anlegerschutzgesichtspunkten für Strukturen geboten, in denen das Publikumsinvestmentvermögen Feederfonds und der Spezial-AIF Masterfonds wären, da man ansonsten den für Publikumssondervermögen geltenden Anlegerschutz letztlich über eine Master-Feeder-Struktur umgehen könnte.[2] Eine Notwendigkeit, Spezial-AIF als Feederfonds ei- **2**

1 Dornseifer/Jesch/Kleebeck/Tollmann/*Tollmann* Artikel 19 Rn. 165.

1 BTDrucks. 17/4510, S. 138.
2 So auch Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Zirlewagen* § 95 Rn. 51.

nes Publikumsinvestmentvermögens als Masterfonds zu verbieten, erschließt sich hingegen nicht.[3]

§ 281
Verschmelzung

(1) Spezialsondervermögen dürfen nicht auf Publikumssondervermögen verschmolzen werden, Publikumssondervermögen dürfen nicht auf Spezialsondervermögen verschmolzen werden. Die §§ 184, 185, 189 und 190 sind auf Spezialsondervermögen mit den folgenden Maßgaben entsprechend anzuwenden:

1. **die Angaben nach § 184 Absatz 1 Satz 3 Nummer 1 bis 4 im Verschmelzungsplan sind nicht erforderlich;**
2. **mit Zustimmung der Anleger kann eine Prüfung durch die Verwahrstellen nach § 185 Absatz 1 unterbleiben, der gesamte Verschmelzungsvorgang ist jedoch vom Abschlussprüfer zu prüfen;**
3. **Bekanntmachungen, Veröffentlichungen oder Unterrichtungen nach § 189 Absatz 4 sind nicht erforderlich.**

Eine Genehmigung der Verschmelzung von Spezialsondervermögen gemäß § 182 durch die Bundesanstalt ist nicht erforderlich, die Anleger müssen der Verschmelzung nach Vorlage des Verschmelzungsplans jedoch zustimmen.

(2) Absatz 1 ist entsprechend anzuwenden auf die Verschmelzung

1. **eines Spezialsondervermögens auf eine Spezialinvestmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital oder auf ein Teilgesellschaftsvermögen einer Spezialinvestmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital,**
2. **eines Teilgesellschaftsvermögens einer Spezialinvestmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital auf ein anderes Teilgesellschaftsvermögen derselben Investmentaktiengesellschaft,**
3. **eines Teilgesellschaftsvermögens einer Spezialinvestmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital auf ein Teilgesellschaftsvermögen einer anderen Spezialinvestmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital,**
4. **eines Teilgesellschaftsvermögens einer Spezialinvestmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital auf ein Spezialsondervermögen.**

(3) Auf die Fälle der Verschmelzung einer Spezialinvestmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital auf eine andere Spezialinvestmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital, ein Teilgesellschaftsvermögen einer Spezialinvestmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital oder ein Spezialsondervermögen sind die Vorschriften des Umwandlungsgesetzes zur Verschmelzung anzuwenden, soweit sich aus § 182 in Verbindung mit Absatz 1 Satz 3, § 189 Absatz 2, 3 und 5 und § 190 nichts anderes ergibt.

(4) Die Satzung einer Spezialinvestmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital darf für die Zustimmung der Aktionäre zu einer Verschmelzung nicht mehr als 75 Prozent der tatsächlich abgegebenen Stimmen der bei der Hauptversammlung anwesenden oder vertretenen Aktionäre verlangen.

---

3 So auch Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Zirlewagen* § 95 Rn. 52.

Gesetzesmaterialien

BTDrucks. 17/12294.

I. Allgemeines

Abs. 1 übernimmt mit redaktionellen Anpassungen die Regelung des aufgehobenen § 91 Abs. 2 i.V.m. § 40, 40b, 40c, 40g und 40h InvG sowie des aufgehobenen § 95 Abs. 7 InvG. Abs. 2 greift den Regelungsgehalt des aufgehobenen § 100 Abs. 5 Nr. 1 bis 4 i.V.m. §§ 91 Abs. 2, 95 Abs. 7 InvG auf. Abs. 3 übernimmt die Regelung des aufgehobenen § 99 Abs. 9 Satz 1 i.V.m. den §§ 91 Abs. 2, 95 Abs. 7 InvG im Hinblick auf die Verschmelzung von Spezial-InvAGen mit veränderlichem Kapital. Abs. 4 übernimmt die Regelung der aufgehobenen §§ 99 Abs. 6 Satz 3 und 100 Abs. 5 Satz 2 InvG. **1**

II. Verschmelzungsverbot (Abs. 1 Satz 1)

Gem. Abs. 1 Satz 1 dürfen Spezialsondervermögen nicht auf Publikumssondervermögen verschmolzen werden und umgekehrt. Hintergrund ist das unterschiedliche Anlegerschutzniveau. **2**

Der Begriff der Verschmelzung i.S.d. KAGB ist in § 1 Abs. 19 Nr. 37 legal definiert. Verschmelzungen i.S.d. KAGB sind Auflösungen ohne Abwicklung eines Sondervermögens oder einer InvAG mit veränderlichem Kapital a) durch Übertragung sämtlicher Vermögensgegenstände und Verbindlichkeiten eines oder mehrerer übertragender offener Investmentvermögen auf ein anderes bestehendes übernehmendes Sondervermögen oder einen anderen bestehenden EU-OGAW oder auf eine andere bestehende übernehmende InvAG mit veränderlichem Kapital (Verschmelzung durch Aufnahme) oder b) durch Übertragung sämtlicher Vermögensgegenstände und Verbindlichkeiten zweier oder mehrerer übertragender offener Investmentvermögen auf ein neues, dadurch gegründetes übernehmendes Sondervermögen oder einen neuen, dadurch gegründeten übernehmenden EU-OGAW oder eine neue, dadurch gegründete übernehmende InvAG mit veränderlichem Kapital (Verschmelzung durch Neugründung) jeweils gegen Gewährung von Anteilen oder Aktien des übernehmenden Investmentvermögens an die Anleger oder Aktionäre des übertragenden Investmentvermögens sowie gegebenenfalls einer Barzahlung in Höhe von nicht mehr als 10% des Wertes eines Anteils oder einer Aktie am übertragenden Investmentvermögen. **3**

III. Entsprechende Anwendung der §§ 184, 185, 189 und 190

Gem. Abs. 1 Satz 2 sind die für die Verschmelzung von offenen Publikumsinvestmentvermögen konzipierten §§ 184 (Verschmelzungsplan), 185 (Prüfung der Verschmelzung), 189 (Wirksamwerden der Verschmelzung) und 190 (Rechtsfolgen der Verschmelzung) mit bestimmten Erleichterungen auf Spezialsondervermögen entsprechend anzuwenden. **4**

Gem. Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 sind die Angaben nach § 184 Abs. 1 Satz 3 Nr. 1 bis 4 im Verschmelzungsplan nicht erforderlich. Somit muss der Verschmelzungsplan bei einer Verschmelzung von Spezialsondervermögen lediglich folgende Angaben enthalten: **5**

- die Methode zur Berechnung des Umtauschverhältnisses,
- den geplanten Übertragungsstichtag, zu dem die Verschmelzung wirksam wird,
- die für die Übertragung von Vermögenswerten und den Umtausch von Anteilen geltenden Bestimmungen und

– bei einer Verschmelzung durch Neugründung gem. § 1 Abs. 19 Nr. 37 lit. b die Anlagebedingungen oder die Satzung des neuen Sondervermögens.

Über diese Mindestangaben hinausgehende Angaben sind zulässig, können aber nicht von der BaFin verlangt werden.

6 Verglichen mit den notwendigen Angaben im Verschmelzungsplan von offenen Publikumsinvestmentvermögen müssen damit im Verschmelzungsplan bei einer Verschmelzung von Spezialsondervermögen die Art der Verschmelzung und die beteiligten Sondervermögen (§ 184 Abs. 1 Satz 3 Nr. 1), der Hintergrund der geplanten Verschmelzung und die diesbezüglichen Beweggründe (§ 184 Abs. 1 Satz 3 Nr. 2), die erwarteten Auswirkungen der geplanten Verschmelzung auf die Anleger des übertragenden und des übernehmenden Sondervermögens (§ 184 Abs. 1 Satz 3 Nr. 3) und die beschlossenen Kriterien für die Bewertung der Vermögensgegenstände und Verbindlichkeiten im Zeitpunkt der Berechnung des Umtauschverhältnisses (§ 184 Abs. 1 Satz 3 Nr. 4) nicht angegeben werden. Hintergrund des entschlackten Verschmelzungsplans bei der Verschmelzung von Spezialsondervermögen ist, dass in der Praxis Verschmelzungen im Spezialfondsbereich regelmäßig nur auf Wunsch und mit der ausdrücklichen Zustimmung der Anleger, also in erster Linie aus anlegerseitigen Beweggründen erfolgen.[1]

7 Gem. Abs. 1 Satz 2 Nr. 2 kann mit Zustimmung der Anleger eine Prüfung durch die Verwahrstellen nach § 185 Abs. 1 unterbleiben. Der gesamte Verschmelzungsvorgang ist jedoch vom Abschlussprüfer zu prüfen. Gem. § 185 Abs. 2 Satz 2 ist die Prüfung mit einer Erklärung darüber abzuschließen, ob bei der Verschmelzung die Kriterien, die im Zeitpunkt der Berechnung des Umtauschverhältnisses für die Bewertung der Vermögensgegenstände und gegebenenfalls der Verbindlichkeiten beschlossen worden sind, beachtet wurden (Nr. 1), die Barzahlung, sofern eine Barzahlung erfolgte, je Anteil entsprechend den getroffenen Vereinbarungen berechnet wurde (Nr. 2) und die Methode, die zur Berechnung des Umtauschverhältnisses beschlossen worden ist, beachtet wurde und das tatsächliche Umtauschverhältnis zu dem Zeitpunkt, auf den die Berechnung dieses Umtauschverhältnisses erfolgte, nach dieser Methode berechnet wurde (Nr. 3).

8 Gem. Abs. 1 Satz 2 Nr. 3 sind Bekanntmachungen, Veröffentlichungen oder Unterrichtungen nach § 189 Abs. 4 nicht erforderlich. Gem. § 189 Abs. 4 hat die KVG des übernehmenden Sondervermögens das Wirksamwerden der Verschmelzung im Bundesanzeiger und darüber hinaus in einer hinreichend verbreiteten Wirtschafts- oder Tageszeitung oder in den im Verkaufsprospekt bezeichneten elektronischen Informationsmedien bekannt zu machen. Bei der Verschmelzung von Spezialsondervermögen entfallen diese Bekanntmachungspflichten.

IV. Keine Genehmigungspflicht (Abs. 1 Satz 3)

9 Gem. Abs. 1 Satz 3 bedarf die Verschmelzung von Spezialsondervermögen keiner Genehmigung gem. § 182 durch die BaFin, sondern erfordert lediglich die Zustimmung der Anleger nach der Vorlage eines Verschmelzungsplanes.

V. Entsprechende Anwendung des Abs. 1 (Abs. 2)

10 Abs. 1 ist auf folgende Verschmelzungsvorgänge entsprechend anzuwenden:

---

1 Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Zirlewagen* § 95 Rn. 45.

	Übertragendes Investmentvermögen	Aufnehmendes Sondervermögen
Nr. 1	– Spezialsondervermögen	– Spezial-InvAG mit veränderlichem Kapital oder – Teilgesellschaftsvermögen einer Spezial-InvAG mit veränderlichem Kapital
Nr. 2	– Teilgesellschaftsvermögen einer Spezial-InvAG mit veränderlichem Kapital	– Teilgesellschaftsvermögen derselben Investmentaktiengesellschaft
Nr. 3	– Teilgesellschaftsvermögen einer Spezial-InvAG mit veränderlichem Kapital	– Teilgesellschaftsvermögen einer anderen Spezial-InvAG mit veränderlichem Kapital
Nr. 4	– Teilgesellschaftsvermögen einer Spezial-InvAG mit veränderlichem Kapital	– Spezialsondervermögen

VI. Anwendung des UmwG (Abs. 3)

Gem. Abs. 3 sind auf die Fälle der Verschmelzung einer Spezial-InvAG mit veränderlichem Kapital auf eine andere Spezial-InvAG mit veränderlichem Kapital, ein Teilgesellschaftsvermögen einer Spezial-InvAG mit veränderlichem Kapital oder ein Spezialsondervermögen die Vorschriften des UmwG zur Verschmelzung anzuwenden, soweit sich aus § 182 i.V.m. Abs. 1 Satz 3, § 189 Abs. 2, 3 und 5 und § 190 nichts anderes ergibt. **11**

Abs. 3 deckt damit die Fälle ab, in denen eine Spezial-InvAG mit veränderlichem Kapital als übertragendes Investmentvermögen auf eine andere Spezial-InvAG mit veränderlichem Kapital, ein Teilgesellschaftsvermögen einer Spezial-InvAG mit veränderlichem Kapital oder ein Spezialsondervermögen als übernehmenden Rechtsträger verschmolzen wird (Verschmelzung durch Aufnahme). **12**

Übertragendes Investmentvermögen Rechtsträger	Übernehmendes Sondervermögen
Spezial-InvAG mit veränderlichem Kapital	– Spezial-InvAG mit veränderlichem Kapital
	– Teilgesellschaftsvermögen einer Spezial-InvAG mit veränderlichem Kapital
	– Spezialsondervermögen

Bei den Verschmelzungen des Abs. 3 handelt es sich um Verschmelzungen unter Auflösung ohne Abwicklung i.S.d. § 2 Nr. 1 UmwG, auf die das UmwG anzuwenden ist, sofern sich nicht aus § 182 i.V.m. Abs. 1 Satz 3, § 189 Abs. 2, 3 und 5 und § 190 etwas anderes ergibt. **13**

VII. Satzungsmäßig festgelegtes Quorum (Abs. 4)

14 Die Satzung einer Spezial-InvAG mit veränderlichem Kapital darf gem. Abs. 4 für die Zustimmung der Aktionäre zu einer Verschmelzung nicht mehr als 75 Prozent der tatsächlich abgegebenen Stimmen der bei der Hauptversammlung anwesenden oder vertretenen Aktionäre verlangen. Diese Regelung entspricht der Vorgabe für OGAW in Art. 44 der Richtlinie 2009/65/EG.

§ 282
Anlageobjekte, Anlagegrenzen

(1) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft muss die Mittel des allgemeinen offenen inländischen Spezial-AIF nach dem Grundsatz der Risikomischung zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage anlegen.

(2) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft darf für den Spezial-AIF nur in Vermögensgegenstände investieren, deren Verkehrswert ermittelt werden kann. Die Zusammensetzung der Vermögensgegenstände des Spezial-AIF muss im Einklang mit den für den Spezial-AIF geltenden Regelungen zur Rücknahme von Anteilen oder Aktien stehen.

(3) Erfüllt eine AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft, die einen oder mehrere allgemeine offene ausländische Spezial-AIF verwaltet, die in § 287 genannten Voraussetzungen, sind die §§ 287 bis 292 anzuwenden.

Schrifttum

Viciano-Gofferje Neue Transparenzanforderungen für Private Equity Fonds nach dem Kapitalanlagegesetzbuch, BB **2013** 2506 ff.

Gesetzesmaterialien

BTDrucks. 17/12294.

I. Allgemeines

1 § 282 ist vor dem Hintergrund der AIFM-RL zu lesen. Er definiert die Anforderungen an die Vermögensgegenstände, in die eine AIF-KVG für einen allgemeinen offenen inländischen Spezial-AIF investieren darf.

II. Grundsatz der Risikomischung (Abs. 1)

2 Gem. Abs. 1 muss die AIF-KVG die Mittel des allgemeinen offenen inländischen Spezial-AIF nach dem Grundsatz der Risikomischung zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage anlegen. Hinsichtlich der Vermögensgegenstände, in die die AIF-KGV für den Spezial-AIF investieren darf, gibt es darüber hinaus keine Einschränkungen dergestalt, dass ein Katalog von zulässigen Vermögensgegenständen aufgeführt wird. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die AIFM-RL dem Grundsatz nach keine Regeln im Hinblick auf die AIFs selbst enthält und dass die Anteile oder Aktien von Spezial-AIF ausschließlich von professionellen und semi-professionellen Anlegern gehalten werden.[1]

1 BTDrucks. 17/12294, S. 275.

III. Anforderungen an Vermögensgegenstände, in die investiert wird (Abs. 2)

Abs. 2 normiert allgemeine, abstrakte Anforderungen, die die Vermögensgegenstände, in die die AIF-KVG für den Spezial-AIF investieren darf. Gem. Satz 1 darf die AIF-KVG nur in Vermögensgegenstände investieren, deren Verkehrswert ermittelt werden kann. Ferner muss gem. Abs. 2 Satz 2 die Zusammensetzung der Vermögensgegenstände des Spezial-AIF im Einklang mit den geltenden Regelungen zur Rücknahme von Anteilen oder Aktien stehen. Dies bedeutet, dass bei der Zusammensetzung der Vermögensgegenstände insbesondere ihre jeweilige Liquidität berücksichtigt werden muss.[2] **3**

IV. Kein Kontrollerwerb i.S.d. § 288 und Mitteilungspflichten (Abs. 3)

Gem. Abs. 3 Satz 1 hat die AIF-KVG sicherzustellen, dass das Investmentvermögen keine Kontrolle i.S.d. § 288 über das Unternehmen erlangt, wenn ein allgemeiner offener inländischer Spezial-AIF Beteiligungen an einem nicht börsennotierten Unternehmen erwirbt. Fonds, die die Kontrolle über nicht börsennotierte Unternehmen oder Emittenten erlangen, können nur als geschlossene Fonds aufgelegt werden und unterliegen nach der AIFM-RL besonderen Vorschriften, die in den Vorschriften für geschlossene Spezial-AIF umgesetzt wurden.[3] **4**

Abs. 3 Satz 2 setzt Art. 26 Abs. 3 der AIFM-RL um, wonach eine Mitteilungspflicht nach Art. 27 Abs. 1 der AIFM-RL auch dann besteht, wenn ein AIF eine Minderheitsbeteiligung an einem nicht börsennotierten Unternehmen erlangt. Aus diesem Grund ordnet der Gesetzgeber eine entsprechende Anwendung des § 289 Abs. 1 an. § 289 Abs. 1 setzt Art. 27 Abs. 1 der AIFM-RL um. Gem. § 289 Abs. 1 hat die AIF-KVG die BaFin zu unterrichten, wenn der Anteil der Stimmrechte des nicht börsennotierten Unternehmens, der von dem AIF gehalten wird, durch Erwerb, Verkauf oder Halten von Anteilen an dem nicht börsennotierten Unternehmen die Schwellenwerte von 10%, 20%, 30%, 50% und 75% erreicht, überschreitet oder unterschreitet. **5**

§ 283
Hedgefonds

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

1. **den Einsatz von Leverage in beträchtlichem Umfang oder**
2. **den Verkauf von Vermögensgegenständen für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger, die im Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses nicht zum AIF gehören (Leerverkauf).**

Die Kriterien zur Bestimmung, wann Leverage in beträchtlichisiem Umfang eingesetzt wird, richten sich nach Artikel 111 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013.

(2) Die Anlagebedingungen von Hedgefonds müssen Angaben darüber enthalten, ob die Vermögensgegenstände bei einer Verwahrstelle oder bei einem Primebroker verwahrt werden.

---

2 BTDrucks. 17/12294, S. 276.
3 BTDrucks. 17/12294, S. 276.

(3) Für die Rücknahme von Anteilen oder Aktien gilt § 227 entsprechend mit der Maßgabe, dass abweichend von § 227 Absatz 2 Anteil- oder Aktienrückgaben bei Hedgefonds bis zu 40 Kalendertagen vor dem jeweiligen Rücknahmetermin, zu dem auch der Anteil- oder Aktienpreis ermittelt wird, durch eine unwiderrufliche Rückgabeerklärung gegenüber der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft zu erklären sind.

Schrifttum

Cornsish/*Mason* International Guide to Hedge Fund Regulation 2009; *Dichtl*/*Kleeberg*/*Schlenger* Handbuch Hedgefunds, 2005; *Dornseifer* Alternative Investments – Bedeutung und Rahmenbedingungen in einem geänderten Umfeld, ZfgK **2009** 360; *Emde*/*Dreibus* Der Regierungsentwurf für ein Kapitalanlagegesetzbuch, BKR **2013** 89; *Gerke*/*Mager*/*Kiehn* Zur Konzeption eines deutschen Hedgefonds, ZBB **2002** 479; *Graef* Aufsicht über Hedgefonds im deutschen und amerikanischen Recht. Zugleich ein Beitrag zu den Einflüssen des Anlagemodells auf die Finanzmarktstabilität, Diss. Darmstadt 2008; *Gringel* Die Regulierung von Hedgefonds zwischen Anleger- und Fondsinteressen, Diss. Münster 2009; *Gstädtner*/*Elicker* Das Aufsichtsrecht der Hedgefonds – Anspruch und Wirklichkeit, BKR **2006** 91; *Kaiser* Hedgefonds: Entmystifizierung einer Anlageklasse – Strukturen – Chancen – Risiken, 2004; Martinek/Semler/Habermeier/Flohr/*Feyerabend* Vertriebsrecht, § 48 Finanzdienstleistungen, e) Hedgefonds, 3. Aufl. 2010; *Kumpan* Börsenmacht Hedge-Fonds: Die Regelung in den USA und mögliche Implikationen für Deutschland, ZHR 170 (**2006**) 39; *Laurer* Der Leerverkauf von Aktien: Abgrenzung, Formen und aufsichtsrechtliche Implikationen, ZfgK **2008** 980; *Lehmann* Die Regulierung und Überwachung von Hedgefonds als internationales Zuständigkeitsproblem, ZIP **2007** 1889; *Leible*/*Lehmann* (Hrsg.) Hedgefonds und Private Equity – Fluch oder Segen? 2009; *Pütz*/*Schmies* Die Umsetzung der neuen rechtlichen Rahmenbedingungen für Hedgefonds in der Praxis, BKR **2004** 51; *Schmies* Die Regulierung von Hedgefonds, Diss. Bonn 2007/2008; *van Kann*/*Redeker*/*Keiluweit* Überblick über das Kapitalanlagegesetzbuch, DStR 2013, 1483; *Wentrup* Die Kontrolle von Hedgefonds, Diss. Freiburg 2007; Werner Das neue Kapitalanlagegesetzbuch, StBW **2013** 811; *Wilhelmi* Möglichkeiten und Grenzen der wirtschaftsrechtlichen Regelung von Hedgefonds, WM **2008**, 861.

Systematische Übersicht

A. Allgemeines —— 1
B. Definition von Hedgefonds (Abs. 1) —— 4
I. Rechtsform des Hedgefonds (§ 91 Abs. 3 KAGB) —— 11
II. Leverage (Abs. 1 Satz 1 Ziffer 1 und Satz 2) —— 14
III. Leerverkauf (Abs. 1 Satz 1 Ziffer 2) —— 20
IV. Abgrenzung zu Dach-Hedgefonds (§ 225 KAGB) —— 25
V. Abgrenzung zu offenen inländischen Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen, § 284 KAGB —— 26
C. Ergänzende Angaben bei den Anlagebedingungen (Abs. 2) —— 27
D. Rücknahme von Anteilen oder Aktien (Abs. 3) —— 37
E. Übergangsvorschrift des § 350 KAGB —— 42

A. Allgemeines

1 Die Grundidee der erstmals Anfang der 50er Jahre in den USA aufgelegten Hedge-Fonds war, unterbewertete Aktien zu kaufen (Long-Position) und im gleichen Umfang überbewertete Aktien leer zu verkaufen (Short-Position).[1] Als Leerverkäufe oder Fixen bezeichnet man den Verkauf von Waren und Finanzinstrumenten zu einem Zeitpunkt, zu dem sich diese nicht im Anlagevermögen befinden und deshalb zur Erfüllung des Geschäfts gegebenenfalls noch anzuschaffen sind.[2] Grundsätzlich werden Hedgefonds als

1 *Baur* Investmentgesetze, 2. Aufl., Einl. I Rn. 52.
2 Vgl. die graphische Darstellung bei *Laurer* ZfgK **2008** 980, 981.

„Alternative Investments" angesehen und damit den traditionellen (Wertpapier-)Fonds gegenübergestellt.[3] Jedoch ist es aufgrund der Vielzahl von Investmentstrategien[4] und Investmentopportunitäten, die sich bei unterschiedlichsten Hedgefonds abzeichnen schwerlich möglich den Begriff des Hedgefonds als solchen zu definieren.[5] Stattdessen ist es sinnvoll, Hedgefonds anhand einzelner Charakteristika zu typisieren, um den Begriff auf diese Weise einzugrenzen.[6]

Hedgefonds wurden erstmalig Anfang 2004 mit dem Investmentmodernisierungsgesetz[7] in Deutschland eingeführt und reguliert.[8] Im Zeitpunkt der Einführung wurden diese noch als Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken bezeichnet. Der Gesetzgeber fand den Begriff „Hedge Fund" an sich irreführend,[9] da dieser den Eindruck vermitteln würde, es handele sich um Absicherungsinstrumente, obwohl tatsächlich gerade diese Fonds spekulativ in hochriskante Vermögensgegenstände anlegen können. Die Fonds bedienen sich typischerweise auch Leerverkäufen, die als Hedging bezeichnet werden,[10] da hierdurch in der Tat eine Absicherung des Portfolios oder einzelner Vermögenswerte des Fonds erfolgen kann; zugleich wird der Begriff des Hedging für Absicherungen, z.B. über Optionsgeschäften, verwandt (Risikokompensation durch Gegengeschäfte). Einige Hedgefonds arbeiten auch mit doppelten Hebeln – hohe Kreditaufnahme und Einsatz derivativer Instrumente.[11] Mit der Einführung des KAGB hat der Gesetzgeber sich im deutschen Gesetzestext dieses Anglizismusses bedient, ohne dass sich dem Begriff inhaltlich eine andere Bedeutung zuschreiben ließe. Ziel der Regelungen zu Hedgefonds ist es, einen Rahmen zu schaffen, der Hedgefonds nur minimalen Anlagerestriktionen unterwirft, was letztlich eine Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit begünstigen soll.[12] **2**

Der ursprüngliche Gesetzentwurf zum InvG aufgrund des Investmentmodernisierungsgesetzes[13] hatte noch vorgesehen, dass Hedgefonds nur als Spezial-Sondervermögen aufgelegt werden dürfen; schließlich hat man sich aber darauf verständigt, dass Hedgefonds nur nicht öffentlich vertrieben werden dürfen.[14] Hiermit sollte vermieden werden, dass ausländische (Publikums-)Hedgefonds im Rahmen des sogenannten Private Placements hätten verkauft werden können, während inländischen Anbietern diese Möglichkeit nicht offen gestanden hätte.[15] Mit der Einführung des KAGB dürfen Hedgefonds gemäß § 283 Abs. 1 KAGB – vergleichbar der ursprünglichen Intention des Gesetzgebers zum InvG – nunmehr ausschließlich als offene inländische Spezial-AIF und nicht mehr **3**

---

3 Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Stabenow* InvG, vor §§ 112–120, Rn. 2.
4 Vgl. zu verschiedenen Strategien ausführlich *Graef* Aufsicht über Hedgefonds im deutschen und amerikanischen Recht, S. 62ff.
5 *Berger*/*Steck* ZBB **2003** 192, 193, Berger/Steck/Lübbehüsen/*Gringel* InvG, Vor §§ 112 bis 120 Rn. 3, *Wilhelmi* WM **2008** 861 spricht davon, „dass es bisher nicht nur an einer Definition der Hedgefonds fehlt, sondern auch ihrer Abgrenzung bisher nicht wirklich gelungen ist".
6 Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Stabenow* InvG, vor §§ 112–120, Rn. 2 spricht insofern von „hedgefondstypische[n] Merkmalen", zu denen er insbesondere den Einsatz von Leverage und/oder Leerverkäufen und eine weitestgehende Freiheit von gesetzlichen Anlagebeschränkungen zählt.
7 Gesetz zur Modernisierung des Investmentwesens und zur Besteuerung von Investmentvermögen (Investmentmodernisierungsgesetz) vom 15.12.2003 – BGBl. I 2676.
8 Entgegen der ursprünglichen Erwartung haben sich allerdings deutsche Hedgefonds in deutlich geringerer Zahl etabliert, vgl. Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Stabenow* InvG, vor §§ 112–120, Rn. 6.
9 Reg.-Begr. BTDrucks, 15/1553 (Gesetzentwurf), S. 107.
10 *Baur* Investmentgesetze, 2. Aufl., Einl. I Rn. 61.
11 *Baur* Investmentgesetze, 2. Aufl., Einl. I Rn. 52.
12 Reg.-Begr. BTDrucks. 15/1553 (Gesetzentwurf), S. 65, 67.
13 Gesetz zur Modernisierung des Investmentwesens und zur Besteuerung von Investmentvermögen (Investmentmodernisierungsgesetz) vom 15.12.2003 – BGBl. I 2676.
14 § 112 Abs. 2 InvG; BTDrucks. 15/1896 (Beschlussempfehlung), S. 78.
15 BTDrucks. 15/1944 (Bericht), S. 14, zu § 112 Abs. 2.

als Publikumsfonds bzw. offene Publikumsinvestmentvermögen aufgelegt werden. Aus Anlegerschutzgründen dürfen Anteile oder Aktien an Hedgefonds daher zukünftig ausschließlich von professionellen und semi-professionellen Anlegern gehalten und an diese vertrieben werden;[16] eine Investition von Privatanlegern in Hedgefonds ist zukünftig nur noch über Dach-Hedgefonds möglich.[17]

B. Definition von Hedgefonds (Abs. 1)

4 § 283 KAGB definiert die weiteren Anforderungen an und Voraussetzungen für Hedgefonds. Hedgefonds dürfen nur als allgemeine offene inländische Spezial-AIF gemäß § 282 KAGB aufgelegt werden. Dementsprechend müssen Hedgefonds auch die allgemeinen Anforderungen von § 282 KAGB erfüllen. Das heißt, auch für Hedgefonds gilt insbesondere der nicht abdingbare **Grundsatz der Risikomischung**.[18] Das Gesetz enthält keine Legaldefinition zu dem Begriff des Grundsatzes der Risikomischung. Lediglich für einzelne AIF werden (nicht abschließende) Auslegungshilfen und Vorgaben gegeben.[19] Viele Investment- und Risikogrenzen führen häufig bereits schon zu einer adäquaten Risikomischung eines Investmentvermögens.[20] Es ist klar, dass der Grundsatz der Risikomischung sowohl ein **quantitatives** als auch **qualitatives Element** beinhalten muss, um den Anforderungen an eine „gesunde" Mischung des Investmentvermögens zu genügen.[21] Eine schematische Betrachtungsweise verbietet sich aber hier.[22] Vielmehr ist auf das konkrete Art des Investmentvermögens abzustellen und auch die Anlageziele und die Anlagepolitik sind jeweils mit einzubeziehen, so dass auch **mittelbare Investments** zu einer adäquaten Risikomischung führen können.[23] Dementsprechend lassen sich aus dem Gesetz auch für Hedgefonds keine konkreteren Anforderungen an die Anlagepolitik ableiten.[24] Zu beachten ist aber, dass um **steuerlich als Investmentfonds** zu qualifizieren eine Risikomischung regelmäßig nur dann vorliegt, wenn das Vermögen in mehr als drei Vermögensgegenstände (quantitatives Element) mit unterschiedlichen Anlagerisiken (qualitatives Element) angelegt ist,[25] wobei auch ein mittelbares Investment als ausreichend angesehen wird.[26] Darüber hinaus dürfen Hedgefonds nur in **Vermögensgegenstände** investieren, für die ein **Verkehrswert** ermittelt werden kann und die Zusam-

---

16 Siehe hierzu die Kommentierung zu §§ 293 ff. KAGB bzw. § 350 KAGB im Hinblick auf die besonderen Übergangsvorschriften.

17 BTDrucks. 791/12 (Gesetzentwurf), S. 486, zu § 225 (Dach-Hedgefonds).

18 Siehe hierzu auch die Kommentierungen zu §§ 214, 262 und 282 KAGB.

19 Vgl. beispielsweise § 262 Abs. 1 KAGB.

20 Vgl. zum Beispiel § 243 KAGB für Immobilien-Sondervermögen und § 262 KAGB für geschlossene Publikums-AIF.

21 So auch bereits das Schreiben der BaFin vom 28.7.2009 (Grundsatz der Risikomischung; Goldfonds); siehe auch Rundschreiben 14/2008 (WA) vom 22. Dezember 2008.

22 So schon bereits nur für Hedgefonds Beckmann/Scholtz/Vollmer/*Lindemann*/*Kayser* InvG, § 112 Rn. 7. Die BaFin hat in der Vergangenheit allerdings häufig eine sehr formale Sichtweise vertreten, in der sie beispielsweise von einer Risikomischung ausgegangen ist bei einer Anlage von mehr als drei Vermögensgegenständen (Rundschreiben 14/2008 (WA) vom 22. Dezember 2008 unter I.1.b).

23 Dies ermöglicht beispielsweise auch im Rahmen von Master-Feeder-Strukturen eine Investition des gesamten Vermögens in den Master-Fonds, solange dieser wiederum selbst dem Grundsatz der Risikomischung genügt.

24 Ebenfalls für eine der Anlagestrategie von Hedgefonds angepasste Auslegung: Beckmann/Scholtz/Vollmer/*Lindemann*/*Kayser* InvG, § 112 Rn. 7; sowie Berger/Steck/Lübbehüsen/*Gringel* InvG, § 112 Rn. 22, der eine Investition in eine bestimmte Mindestanzahl von Vermögensgegenständen mit Verweis auf interne Risikomanagementsysteme ausdrücklich nach § 1 Abs. 1b S. 2 Nr. 4 InvStG ablehnt.

25 Vgl. § 1 Abs. 1b S. 2 Nr. 4 InvStG.

26 Vgl. § 1 Abs. 1b S. 3 InvStG.

mensetzung ihrer Vermögensgegenstände muss im Einklang mit den für sie geltenden Rücknahmeregelungen stehen. Schließlich dürfen Hedgefonds nicht die Kontrolle über ein nicht börsennotiertes Unternehmen erwerben[27] und haben eine Mitteilungspflicht, wenn sie Minderheitsbeteiligungen an einem nicht börsennotierten Unternehmen erlangen.

5 Während unter dem InvG der Erwerb von Vermögensgegenständen durch den Verweis auf die Liste der erwerbbaren Vermögensgegenstände nach § 2 Abs. 4 InvG noch eingeschränkt und insbesondere der Erwerb von Immobilien und Immobiliengesellschaften ausgeschlossen war, ist eine derartige Beschränkung in § 283 KAGB nicht mehr vorgesehen. Entsprechend führt die Gesetzesbegründung zu § 282 KAGB aus, dass für den allgemeinen offenen inländischen Spezial-AIF **kein Katalog von zulässigen Vermögensgegenständen** aufgestellt wird; es findet allein der Grundsatz der Risikomischung Anwendung.[28] Hierfür spricht auch die systematische Stellung von § 283 KAGB, in dem mit „Unterabschnitt 3 – Besondere Vorschriften für Hedgefonds" den Hedgefonds eine eigene Regelung zugewiesen ist. Ebenso wenig finden die Regelungen des § 284 KAGB Anwendung. Zum einen befinden sich diese systematisch ebenfalls in dem eigenen „Unterabschnitt 4 – Besondere Vorschriften für offene inländische Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen" und sind zum anderen der Regelung zu Hedgefonds nachgelagert. Sollte § 284 KAGB auf Hedgefonds Anwendung finden, so hätte der Gesetzgeber diesen den allgemeinen Vorschriften zuweisen müssen. Während § 91 InvG (als Vorgängerregelung zu § 284 KAGB) noch explizit auf § 112 InvG (als Vorgängerregelung zu § 283 KAGB) Bezug genommen hat, erfolgt das durch § 284 KAGB nicht mehr. Dementsprechend führt auch die Gesetzesbegründung zu § 284 KAGB aus, dass § 283 KAGB eine eigenständige Regelung im Hinblick auf die zulässigen Vermögensgegenstände für Hedgefonds enthält. Entsprechend der Gesetzesbegründung zu § 283 KAGB soll für Hedgefonds die Regelung gelten, dass sie **überwiegend in Finanzinstrumente** investieren müssen. Diese Regelung findet aber im Gesetzeswortlaut im Übrigen keinen Rückhalt und steht im klaren Widerspruch zu der vorstehenden Gesetzesbegründung zu § 282 KAGB, dass gerade kein Katalog von zulässigen Vermögensgegenständen aufgestellt wurde. Dementsprechend dürfen in diesem Rahmen für Hedgefonds sämtliche denkbaren Vermögensgegenstände erworben werden. Zu den Vermögensgegenständen gehören daher auch **Immobilien,** Anteile an **Immobiliengesellschaften**, **stille Beteiligungen** und **unverbriefte Darlehensforderungen**[29] sowie weitere im KAGB genannte Vermögensgegenstände, beispielsweise solche gemäß § 261 KAGB. Demzufolge dürfen Hedgefonds zukünftig grundsätzlich auch **Warenterminkontrakte** erwerben, die eine physische Lieferung (physisches Settlement) vorsehen,[30] oder generell direkt in physische Waren (sogenannte „*commodities*") investieren. Darüber hinaus werden auch nicht im KAGB genannte Vermögensgegenstände wie beispielsweise **Kunstgegenstände, Automobile, Wein** etc. erfasst. Einziges Merkmal, das diese Vermögengegenstände erfüllen müssen, ist, dass deren **Verkehrswert ermittelt werden kann**. Die Ermittlung des Verkehrswertes unter-

27 Dabei soll es sich weniger um ein typisierendes Tatbestandsmerkmal, als um eine Anlagerestriktion und demnach eine Rechtsfolge handeln, die an das Vorliegen eines Hedgefonds anknüpft (so schon: Berger/Steck/Lübbehüsen/*Gringel* § 112 Rn. 3).

28 BTDrucks. 791/12 (Gesetzentwurf), S. 503, zu § 282 Abs. 1.

29 Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Stabenow* InvG, § 113 Rn. 6 weist darauf hin, dass die Investition in non-performing loans in den letzten Jahren einen erheblichen Bedeutungsgewinn erfahren hat und die Investition in unverbriefte Darlehensforderungen bereits bisher durchaus eine Schwerpunktstrategie von ausländischen Single-Hedgefonds sein konnte.

30 Dieses war unter dem alten Recht noch umstritten, vgl. Berger/Steck/Lübbehüsen/*Gringel* InvG, § 112 Rn. 6.

liegt insoweit den allgemeinen Regelungen.[31] Die nicht mehr vorhandene Beschränkung auf bestimmte Vermögensgegenstände dürfte in der Praxis Gestaltungsmöglichkeiten eröffnen und die Auflage regulierter Investmentvermögen ermöglichen, die in dieser Form bisher nicht möglich waren. Allerdings ist hierbei zu beachten, dass auch Hedgefonds als (offene) inländische Spezial-AIF den allgemeinen Vorschriften der §§ 278–281 KAGB unterliegen. Dementsprechend muss der Bewerter der Vermögensgegenstände den Anforderungen des § 216 KAGB[32] genügen.

6 Darüber hinaus ist für Hedgefonds die bisher sogenannte **Privat-Equity-Grenze** von 30% weggefallen. Während § 112 Abs. 1 Satz 3 InvG noch eine Begrenzung von 30% des Wertes des Sondervermögens für den Erwerb von Beteiligungen an Unternehmen, die nicht zum Handel an einer Börse zugelassen oder in einen organisierten Markt einbezogen sind, vorgesehen hat, ist diese Grenze im Rahmen des § 283 KAGB gestrichen worden. Allerdings ist gemäß § 282 Abs. 3 KAGB zu beachten, der einen **Kontrollerwerb an einem nicht börsennotierten Unternehmen** ausschließt. Hiernach darf ein Hedgefonds nicht die Kontrolle im Sinne des § 288 KAGB an einem nicht börsennotierten Unternehmen[33] erlangen. Ein nicht börsennotiertes Unternehmen ist „ein Unternehmen, das seinen satzungsmäßigen Sitz in der Europäischen Union hat und dessen Anteile [...] nicht zum Handel auf einem regulierten Markt zugelassen sind" (§ 1 Abs. 19 Nr. 27 KAGB). Ein Hedgefonds würde aber die Kontrolle im Sinne des § 288 KAGB erlangen bei Erlangung von mehr als 50% der Stimmrechte der nicht börsennotierten Unternehmen durch den Hedgefonds. Insoweit kommt es nicht mehr auf den Anteil des Wertes dieser Beteiligungen an dem Sondervermögen an, sondern nur noch auf die Zurechnung von Stimmrechten, wenn auch auf 50% begrenzt. Während unter dem InvG noch zwischen Beteiligungen an Unternehmen und stillen Beteiligungen unterschieden wurde,[34] ist dieses unter dem KAGB nicht mehr der Fall. Daher sind auch stille Beteiligungen bei der Betrachtung der 50% Grenze zukünftig miteinzubeziehen.

7 Diese Grenze würde grundsätzlich auch für Beteiligungen an **Immobiliengesellschafen** gelten. Da Immobiliengesellschaften häufig nur als **Zweckgesellschaften** (Special Purpose Vehicle – SPV) oder als Ein-Objekt-Gesellschaften aufgelegt werden, um eine einzelne Immobilie zu halten oder zu erwerben, kommt es im Vergleich zu direkt durch den Hedgefonds gehaltenen Immobilien zu einem Wertungswiderspruch. Die Beschränkung auf nur 50% der Stimmreche dürfte in diesem Fall nicht der Intention des Richtliniengebers entsprechen,[35] da es vorliegend nicht darum geht, die Kontrolle über ein Unternehmen zu erlangen, sondern (mittelbar) in einen Vermögensgegenstand (Immobilie) zu investieren, der auch unmittelbar direkt gehalten werden dürfte. § 287 Abs. 2 Ziffer 2 KAGB sieht eine entsprechende (Ausnahme-)Regelung vor.[36] Aufgrund seiner systematischen Stellung dürfte § 287 Abs. 2 Ziffer 2 KAGB aber vorliegend keine Anwendung finden, da § 287 Abs. 2 KAGB insoweit die Anwendbarkeit von § 287 Abs. 1 KAGB voraussetzt. § 288 KAGB (bzw. § 282 Abs. 3 Satz 1 KAGB) findet aber keine Anwendung, wenn es sich um eine solche **Zweckgesellschaft** handelt. Soweit ein Hedgefonds zu **100% an einer Immobiliengesellschaft** beteiligt ist und sämtliche Anteile bzw. Stimmrechte an dieser hält, ist bei richtlinienkonformer Auslegung die Beteiligung einem Direkterwerb

---

31 Vgl. §§ 278, 168 KAGB und §§ 26 ff. KARBV.
32 Vgl. § 278 i.V.m. § 216 KAGB.
33 Hinsichtlich börsennotierter Unternehmen gelten, mangels spezieller Regelung im KAGB, (nur) die allgemeinen Anforderungen des WpÜG.
34 Berger/Steck/Lübbehüsen/*Gringel* InvG, § 112 Rn. 25.
35 § 288 KAGB setzt Artikel 26 Abs. 5 AIFMD um.
36 § 287 Abs. 2 Nr. 2 KAGB setzt Artikel 26 Abs. 2(b) AIFMD um.

gleich zu stellen. Ein Anteil von 100% an einer solchen Immobiliengesellschaft stellt daher einen für den Hedgefonds erwerbbaren Vermögensgegenstand dar.

Auch wenn ein Direktinvestment in sämtliche Aktiva eines Unternehmens nur schwer vorstellbar und Ausübung einer unternehmerischen Tätigkeit fraglich ist, so muss die vorstehende richtlinienkonforme Auslegung dann aber auch für **Beteiligungen an kleinen oder mittleren Unternehmen** im Sinne von § 287 Abs. 2 Ziffer 1 KAGB gelten.[37] Entsprechend Artikel 2 Abs. 1 des Anhangs der Empfehlung 2003/361/EG der Kommission vom 6. Mai 2003 sind dieses Unternehmen, die weniger als 250 Personen beschäftigen und die entweder einen Jahresumsatz von höchstens 50 Mio. EUR erzielen oder deren Jahresbilanzsumme sich auf höchstens 43 Mio. EUR beläuft. Soweit ein Hedgefonds in ein solches Unternehmen investiert, darf ein Hedgefonds daher sämtliche Anteile bzw. Stimmrechte an diesem Unternehmen bei richtlinienkonformer Auslegung halten. Nach dem KAGB wird (anders als unter dem InvG) nicht mehr zwischen Arten von Beteiligungen an Unternehmen unterschieden. **8**

Korrespondierend mit dem Erwerb solcher (Minderheits-) Beteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen hat die Kapitalverwaltungsgesellschaft im Hinblick auf bestimmte Schwellenwerte eine **Mitteilungspflicht** gegenüber der BaFin (§ 282 Abs. 3 Satz 2 KAGB). Des Verweise in § 282 Abs. 3 Satz 2 KAGB auf § 289 Abs. 1 KAGB hätte es indes nicht bedurft, da § 287 Abs. 3 KAGB sich generell für anwendbar erklärt[38] und ebenso auf § 289 Abs. 1 KAGB verweist. Hiernach hat die Kapitalverwaltungsgesellschaft die BaFin zu unterrichten, wenn der Anteil der Stimmrechte des nicht börsennotierten Unternehmens, der von dem Hedgefonds gehalten wird, durch Erwerb, Verkauf oder Halten von Anteilen die **Schwellenwerte von 10%, 20%, 30% und 50%** erreicht, überschreitet oder unterschreitet, wobei aufgrund der Unzulässigkeit des Erwerbs von mehr als 50% der Stimmrechte ein Überschreiten letztgenannter Schwelle eigentlich nicht in Betracht kommt. Sollte es – regelmäßig dann wohl auch im Rahmen einer Anlagegrenzverletzung – dennoch zu einer Überschreitung dieser Schwelle kommen, wäre auch hier eine Meldung an die BaFin erforderlich. **9**

Als zentrales **Charakteristikum für einen Hedgefonds** müssen dessen Anlagebedingungen aber mindestens den Einsatz von (i) so genanntem Leverage in beträchtlichem Umfang oder (ii) den Leerverkauf von Vermögensgegenständen („*short sale*") vorsehen.[39] Dementsprechend sieht das Gesetz gemäß § 93 Abs. 5 Satz 2 KAGB für Hedgefonds auch Ausnahmen von dem Grundsatz nach § 93 Abs. 5 Satz 1 KAGB vor, wonach Gegenstände, die zu einem Sondervermögen gehören, nicht verpfändet oder sonst belastet, zur Sicherung übereignet oder zur Sicherung abgetreten werden dürfen. Zu beachten ist allerdings, dass das **InvStG** für Zwecke der Besteuerung eine eigene **Definition** für **Investmentfonds** bzw. **Investitionsgesellschaften** vorsieht.[40] Um nicht als Investitionsgesellschaft[41] zu qualifizieren, müssen daher insbesondere die Anforderungen an einen Investmentfonds gemäß § 1 Abs. 1b InvStG erfüllt werden. Dieses bedeutet aber, dass Hedgefonds dann auch die dort genannten Voraussetzungen erfüllen müssen. Zu nennen wäre hier beispielsweise die Anlage von 90%[42] des Wertes des Fonds in den fest- **10**

37 § 287 Abs. 2 Nr. 1 KAGB setzt Artikel 26 Abs. 2(a) AIFMD um.

38 Trotz der vermeintlich systematischen Stellung bei den Vorschriften für geschlossene inländische Spezial-AIF.

39 Dieser Ansatz, der auf die Anlagestrategie abstellt, entspricht auch dem bisherigen britischen Rechtsverständnis, vgl. *Wilhelmi* WM **2008** 861.

40 Siehe hierzu die Kommentierung zu § 1 InvStG sowie *Simonis*/*Grabbe*/*Faller* DB **2014** 16.

41 § 1 Abs. 1c InvStG.

42 Die „Schmutzgrenze" von 10% war bereits in einem früheren Rundschreiben der BaFin enthalten (Rundschreiben 14/2008 (WA) vom 22. Dezember 2008 zum Anwendungsbereich des Investmentgesetzes

gelegten **Katalog von Vermögensgegenständen**,[43] die Anlage von höchstens **20% seines Wertes in Beteiligungen an Kapitalgesellschaften**, die weder zum Handel an einer Börse zugelassen noch in einem anderen organisierten Markt zugelassen oder in diesen einbezogen sind und die Höhe der **Beteiligung an einer Kapitalgesellschaft** liegt **unter 10% des Kapitals der Kapitalgesellschaft**. Um als Investmentfonds im Sinne des InvStG zu qualifizieren, muss ein Hedgefonds darüber hinaus auch eine **Begrenzung der Kreditaufnahme** gemäß § 1 Abs. 1b Nr. 8 InvStG vorsehen; zu beachten ist, dass die Begrenzung der Kreditaufnahme insofern nur eine Möglichkeit zum Einsatz von Leverage darstellt und die etwaige alleinige Begrenzung der Kreditaufnahme dem Hedgefonds-Merkmal des **Einsatzes von Leverage in beträchtlichem Umfang** (§ 283 Abs. 1 Nr. 1 KAGB) insoweit nicht entgegensteht.

I. Rechtsform des Hedgefonds (§ 91 Abs. 3 KAGB)

11 Hedgefonds sind offene inländische Investmentvermögen (§ 283 Abs. 1 i.V.m. § 1 Abs. 1, 7 KAGB). Grundsätzlich dürfen offene inländische Investmentvermögen sowohl als **Sondervermögen** (§§ 92 ff. KAGB), als auch als **Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital** (§§ 108 ff. KAGB) aufgelegt werden. Offene inländische Investmentvermögen, die nicht inländische OGAW sind und deren Anteile nach dem Gesellschaftsvertrag ausschließlich von professionellen und semi-professionellen Anlegern gehalten werden dürfen (vgl. §§ 293 ff.), dürfen zusätzlich als **offene Investmentkommanditgesellschaft** (§§ 124 ff. KAGB) aufgelegt werden. Hedgefonds als offene inländische AIF, deren Anteile ausschließlich von professionellen und semi-professionellen Anlegern gehalten werden dürfen, steht damit zusätzlich zum Sondervermögen und zur Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital die Rechtsform der offenen Investmentkommanditgesellschaft, als nach der Zielsetzung des Gesetzgebers steuerlich transparentes, reguliertes Investmentvehikel, zur Verfügung.[44]

12 Problematisch im Zusammenhang mit Hedgefonds gestaltet sich die Regelung des § 91 Abs. 3 KAGB. Danach dürfen offene inländische Investmentvermögen, die nach den Anlagebedingungen das bei ihnen eingelegte Geld in **Immobilien** anlegen, nur als Sondervermögen aufgelegt werden. Abgewichen wird hier von der Regelung in § 91 Abs. 1 und 2 KAGB. Ausgehend davon, dass es sich bei § 91 KAGB um eine allgemeine Regelung handelt (Unterabschnitt 1, Allgemeine Vorschriften für offene inländische Investmentvermögen) müsste diese Regelung auch für Hedgefonds gelten. Soweit der Hedgefonds nach seinen Anlagebedingungen (auch) in Immobilien investieren darf, würde aufgrund der Systematik dann die Beschränkung auf die Rechtsform als Sondervermögens auch für Hedgefonds gelten. Der Wortlaut ist insoweit ebenfalls eindeutig. Fraglich wird dies allerdings, wenn man die Gesetzesbegründung zu § 91 Abs. 3 KAGB heranzieht. Recht schlicht heißt es da: „Wie bereits nach dem aufzuhebenden Investmentgesetz steht für offene Immobilienfonds nur das Sondervermögen als Rechtsform zur Verfügung".[45] Darüber hinaus waren in dem ursprünglichen Gesetzentwurf zum KAGB Regelungen zu Immobilienfonds nicht mehr enthalten; insofern spricht viel dafür, dass § 91 Abs. 3 KAGB nur im Hinblick auf die dann wieder in dem Gesetz enthaltenen Immobilienfonds aufge-

---

nach § 1 Satz 1 Nr. 3 InvG) unter I.c); siehe auch BTDrucks. 18/68, S. 41 zu § 1 Abs. 1b Nr. 5; sowie BMF v. 23.4.2014 – IV C 1 – 1980 – 1/13/10007:002, S. 6.

43 § 1 Abs. 1c Nr. 5 InvStG.

44 BRDrucks. 791/12, S. 430, zu § 91 Abs. 1.

45 §§ 96 ff. InvG.

nommen worden ist und auch nur für diese gelten sollte.[46] Daraus ist zu schließen, dass der Gesetzgeber Hedgefonds nicht im Sinn hatte, obwohl es sich bei diesen um offene inländische Investmentvermögen, die – entsprechend der hier vertretenen Ansicht – nach den Anlagebedingungen das bei ihnen eingelegte Geld zumindest auch in Immobilien anlegen können. Der Gesetzgeber spricht insoweit nur von den **offenen Immobilienfonds**. Folglich kann die **Beschränkung der Rechtsform** trotz der systematischen Stellung im „Allgemeinen Teil" für Hedgefonds nicht gelten, so dass diese nicht nur als Sondervermögen oder als Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital sondern auch als offene Investmentkommanditgesellschaft aufgelegt werden können.

13 Die vorstehende Frage ist von praktischer Relevanz, da bisher bei deutschen Single-Hedgefonds die Investmentaktiengesellschaft (gemäß dem InvG)[47] weite Verbreitung gefunden hat.[48] Bei einer rein auf Wortlaut und Systematik bezogenen Auslegung wäre solchen Hedgefonds verwehrt in Immobilien zu investieren und sie könnten ihre Anlagebedingungen nicht entsprechend umstellen oder ändern, obwohl ihnen inzwischen auch Immobilien als Anlageklasse zur Verfügung stehen. Durch die Hintertür würde so doch wieder eine zumindest faktische Beschränkung der Anlageklassen bei Hedgefonds erfolgen, die durch das KAGB ja gerade aufgehoben worden ist, zumindest dann, wenn für Hedgefonds im Übrigen eine Wahlfreiheit der Rechtsform gelten soll.

II. Leverage (Abs. 1 Satz 1 Ziffer 1 und Satz 2)

14 Ein Investmentvermögen qualifiziert als Hedgefonds, wenn seine Anlagebedingungen den Einsatz von Leverage in beträchtlichem Umfang vorsehen. Unter dem englischsprachigen Begriff des Leverage wird nicht nur die bloße Kreditaufnahme verstanden. Leverage bezeichnet vielmehr die **allgemeine Hebelfinanzierung** für ein Investmentvermögen.[49] Leverage (Hebelfinanzierung) ist dabei jede Methode, mit der die Kapitalverwaltungsgesellschaft den Investitionsgrad eines von ihr verwalteten Investmentvermögens erhöht. Dieses kann durch Kreditaufnahme, Wertpapierdarlehen, in Derivate eingebettete Hebelfinanzierungen oder auch auf sonstige Weise erfolgen, § 1 Abs. 19 Nr. 25 S. 1 KAGB.[50] Leverage begünstigt die Ertragssteigerung, gleichzeitig steigt jedoch mit dem Einsatz das Verlustrisiko des Hedgefonds.[51]

15 Eine Kapitalverwaltungsgesellschaft muss im Rahmen ihres Risikomanagements[52] ein Höchstmaß des einsetzbaren Leverage sowie den Umfang der Wiederverwendung von Sicherheiten und Garantien im Zusammenhang mit dem Leverage festlegen, § 29 Abs. 4 KAGB. Darüber hinaus müssen KVGen, die mindestens einen AIF verwalten, der in beträchtlichem Umfang Leverage einsetzt, zusätzliche Informationen an die BaFin übermitteln, § 35 Abs. 4 KAGB. Ebenso bestehen zusätzliche Informationspflichten der KVG gegenüber den Anlegern (§§ 300 Abs. 2, 308 Abs. 4 KAGB).

---

46 Diskussionsentwurf des Bundesministeriums der Finanzen; Bearbeitungsstand: 20.7.2012 10:00 Uhr, § 87.
47 Vgl. Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Stabenow* InvG, vor §§ 112–120, Rn. 6.
48 Vgl. Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Stabenow* InvG, vor §§ 112–120, Rn. 6.
49 Vgl. auch *van Kann*/*Redeker*/*Keiluweit* DStR **2013** 1483, 1486 f.
50 Die Definition von Leverage entspricht der Definition in Artikel 4 Absatz 1 Buchstabe v der Richtlinie 2011/61/EU. Nummer 25 dient zugleich der Umsetzung von Artikel 4 Absatz 3 der Richtlinie 2011/61/EU, vgl. BRDrucks. 791/12, S. 369.
51 Berger/Steck/Lübbehüsen/*Gringel* InvG, § 112 Rn. 12.
52 *Werner* StBW **2013** 811, 814.

16 Gemäß § 283 Abs. 1 Satz 2 KAGB bestimmen sich die Kriterien, wann Leverage **in einem beträchtlichem Umfang** eingesetzt wird nach Art. 111 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013.[53] Art. 111 der Verordnung lautet:

17 *Artikel 111 Einsatz von Hebelfinanzierungen in beträchtlichem Umfang*

(1) Für die Zwecke von Artikel 24 Absatz 4 der Richtlinie 2011/61/EU ist davon auszugehen, dass Hebelfinanzierungen in beträchtlichem Umfang eingesetzt werden, wenn das nach der Commitment-Methode gemäß Artikel 8 dieser Verordnung berechnete Engagement eines AIF seinen Nettoinventarwert dreifach übersteigt.

(2) Sind die in Absatz 1 dieses Artikels genannten Bedingungen erfüllt, übermitteln die AIFM die in Artikel 24 Absatz 4 der Richtlinie 2011/61/EU genannten Informationen den zuständigen Behörden ihrer Herkunftsmitgliedstaaten gemäß den in Artikel 110 Absatz 3 dieser Verordnung genannten Grundsätzen.

18 Um als Hedgefonds zu qualifizieren genügte es früher gemäß § 112 Abs. 1 Satz 2 Ziffer 1 InvG, wenn die Vertragsbedingungen nur grundsätzlich eine unbeschränkte Aufnahme von Krediten vorsahen. § 283 Abs. 1 KAGB lässt dies jedoch nicht mehr genügen und führt mit Verweis auf Art. 111 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013 insoweit eine starres Verhältnis zwischen dem Netto-Inventarwert (Net Asset Value – NAV) und Risiko ein,[54] wobei hiermit der Gesetzgeber nur die AIFMD bzw. die Delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013 umsetzt und diesen folgt. Hiernach erfolgt der Einsatz von Leverage in beträchtlichem Umfang, wenn das nach der Commitment-Methode (vgl. Artikel 8 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013) berechnete Risiko des Fonds den NAV des Fonds um das Dreifache übersteigt. Ebenso differenziert die AIFMD bzw. Art 111 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013 – auch im Hinblick auf unterschiedlichste Anlagestrategien eines Hedgefonds – nicht anhand Art und Umfang des Leverage. Während ESMA im Rahmen des ESMA Advice[55] bei der Beurteilung des Einsatzes von Leverage in beträchtlichem Umfang noch unterschiedliche Berechnungs- und Betrachtungsweisen vorschlägt, hat sich dieser differenzierende Vorschlag nicht in Art. 111 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013 niedergeschlagen. Hieraus resultieren praktische Probleme, insbesondere im Hinblick auf die Frage, wann und wie die Voraussetzungen des Einsatzes von Leverage in beträchtlichen Umfang vorliegen müssen bzw. erfüllt werden können.[56]

19 Da weder die AIFMD noch die Delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013 weitere Konkretisierungen vorsehen, kann diese Voraussetzung nur anhand entsprechender Anwendung vergleichbarer Regelungen ausgelegt werden. Sachgerecht erscheint es daher entsprechend auf die Regelung von Art. 4 Abs. 3 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013 abzustellen,[57] die eine Regelung zur **Überschreitung von Schwellenwerten** enthält. Demnach qualifiziert ein Fonds als Hedgefonds, wenn das berechnete Risiko den NAV um das Dreifache für einen Zeitraum von länger als drei Monaten in Folge (voraussichtlich) übersteigt. Wenn aufgrund der gewählten Anlagestrategie des Hedgefonds möglicherweise nicht klar ist, ob die vorstehende Grenze bei dem Einsatz von Leverage länger als drei Monate eingehalten wird, sollten die Anlagebedingungen zusätzlich noch die Bedingung der Zulässigkeit des Leerverkaufs nach § 283 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 KAGB vorsehen, um in jedem Fall als Hedgefonds zu qualifizieren.

---

53 Delegierte Verordnung (EU) Nr. 231/2013 der Kommission v. 19. Dezember 2012, sog. Level-2-VO.
54 *Dornseifer*/Jesch/Klebeck/Tollmann, AIFM-Richtlinie, Art. 24 Rn. 31.
55 ESMA/2011/379 – ESMA's technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Fund Managers Directive, S. 238, Box 111.
56 *Dornseifer*/Jesch/Klebeck/Tollmann, AIFM-Richtlinie, Art. 24 Rn. 35.
57 *Dornseifer*/Jesch/Klebeck/Tollmann, AIFM-Richtlinie, Art. 24 Rn. 35.

III. Leerverkauf (Abs. 1 Satz 1 Ziffer 2)

Ein weiteres, typisierendes Merkmal für einen Hedgefonds stellt gemäß § 283 Abs. 1 Satz 1 Ziffer 2 KAGB der Verkauf von Vermögensgegenständen für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger, die im Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses nicht zum Vermögen des Fonds gehören, dar (**Leerverkauf**). **20**

Soweit das Gesetz im Weiteren keine Ausnahme vorsieht, ist einer Kapitalverwaltungsgesellschaft grundsätzlich der Leerverkauf praktisch schon dadurch verwehrt, dass nach § 93 Abs. 2 KAGB eine Verbindlichkeit für das Sondervermögen nicht begründet werden kann. Darüber hinaus ist zumeist der Verkauf von Vermögensgegenständen für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger nicht erlaubt, wenn die jeweiligen Vermögensgegenstände im Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses nicht zu dem jeweiligen Fonds gehören (vgl. § 205 für OGAW bzw. §§ 218, 220 und 284 KAGB für Gemischte und Sonstige Investmentvermögen sowie offene inländische Spezial-AIF; § 265 KAGB für geschlossenen Publikums-AIF; § 276 KAGB für Spezial-AIF; generelles Leerverkaufsverbot nach § 225 Abs. 1 Satz 2 KAGB für Dach-Hedgefonds). Ausnahmen von dem Leerverkaufsverbot sieht das Gesetz zum Teil vor, soweit in entsprechende Derivate investiert werden darf (§§ 205, 276 i.V.m. 197 KAGB). Mit Hilfe von Derivaten können (synthetisch) Leerverkaufspositionen eingegangen werden. Dementsprechend werden vermehrt aber auch **Hedgefonds-Strategien in OGAW** (sogenannte „*Newcits*“) durch den Einsatz von Derivaten abgebildet. Dieses hat in jüngster Zeit aber auch dazu geführt, dass diese von OGAW verfolgten Strategien kritischer durch die europäische Aufsicht betrachtet und überprüft werden.[58] Soweit inländische Publikumsinvestmentvermögen (§§ 162 bis 260 KAGB) und offene inländische Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen (§ 284 KAGB) in Derivate gemäß § 197 KAGB investieren, muss die Kapitalverwaltungsgesellschaft nach § 3 DerivateV aber sicherstellen, dass sie allen für Rechnung eines Investmentvermögens eingegangenen, bedingten und unbedingten Liefer- und Zahlungsverpflichtungen aus Derivaten in vollem Umfang nachkommen kann und eine ausreichende Deckung der derivativen Geschäfte vorhanden ist. Für eine angemessene Deckung nach § 3 Ziffer 2 DerivateV ist bei Derivaten, die bei Fälligkeit bzw. Ausübung üblicherweise die (physische) Lieferung des Basiswertes vorsehen, grundsätzlich das Basisinstrument selbst zur Deckung im Portfolio zu halten.[59] **21**

Soweit für einen Hedgefonds nach seinen Anlagebedingungen Leerverkäufe getätigt werden dürfen, obliegen diese grundsätzlich keinen Beschränkungen. Insbesondere gilt für Hedgefonds die **Derivateverordnung** nicht, da diese gemäß § 1 Abs. 2 DerivateV nur auf offene inländische Publikumsinvestmentvermögen gemäß den §§ 162 bis 260 KAGB und für offene inländische Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen gemäß § 284 KAGB Anwendung findet und insoweit Hedgefonds ausgenommen werden. Soweit Hedgefonds zum Teil mit Hilfe von Derivaten und Finanzinnovationen (synthetisch) Leerverkaufspositionen abbilden, um ihre Investmentstrategien umzusetzen, unterliegen sie insbesondere daher nicht den Beschränkungen des § 197 KAGB bzw. der Derivateverordnung. **22**

---

58 Vgl. ESMA vom 25. Juli 2012, Report and Consultation paper – Guidelines on ETFs and other UCITS issues Consultation on recallability of repo and reverse repo arrangements (ESMA/2012/474), Annex III; European Commission, Consultation Document (UCITS) – Product Rules, Liquidity Management, Depositary, Money Market Funds, Long-term Investments vom 26. Juli 2012 (sogenannte Konsultation zu UCITS VI), insbesondere S. 5, Box 1 (2) zu „Eligible Assets“.

59 BaFin, Erläuterungen zur Derivateverordnung in der Fassung vom 16. Juli 2013 vom 22. Juli 2013, zu § 3.

23 Bei Leerverkäufen wird zudem nach **gedeckten und ungedeckten Leerverkäufen** unterschieden.[60] Bei gedeckten Leerverkäufen (*covered short sales*) veräußert der Verkäufer Wertpapiere, die er sich mit Hilfe eines Wertpapierdarlehens geliehen hat und spekuliert darauf, dass der Preis für die Wertpapiere zu dem Zeitpunkt, zu dem er das Wertpapierdarlehen zurückführen muss, gesunken ist. Der Leerverkäufer profitiert auf diese Weise von gefallenen Kursen. Bei ungedeckten Leerverkäufen (*naked short sales*) veräußert der Verkäufer Wertpapiere, ohne bereits über diese zu verfügen/Eigentümer zu sein, und spekuliert darauf, dass der Preis für die Wertpapiere zu dem Zeitpunkt, zu dem er seine Lieferverpflichtung erfüllen muss, ebenfalls gesunken ist. Die marktüblichen Abwicklungsfrist von Börsengeschäften beträgt in Deutschland meist zwei Tage nach Abschluss des Handelsgeschäfts (sogenanntes „T+2"), so dass sich der Leerverkäufer innerhalb dieser Fristen noch mit Wertpapieren (auch zum Teil wieder mit Hilfe von Wertpapierdarlehen oder -leihen) eindecken kann.[61]

24 Gemäß § 276 Abs. 2 Satz 2 KAGB kann die BaFin vorgenannte Leerverkäufe beschränken, wenn sie dies zum Schutz der Anleger oder zur Gewährleistung der Stabilität und Integrität des Finanzsystems als nötig erachtet.

IV. Abgrenzung zu Dach-Hedgefonds (§ 225 KAGB)

25 Wie bereits oben dargestellt, gibt es keinen Katalog von zulässigen Vermögensgegenständen für Hedgefonds. Diese dürfen daher grundsätzlich auch in Anteile oder Aktien an anderen Hedgefonds investieren. Dieses gilt aber auch für Dach-Hedgefonds, die gemäß § 225 Abs. 1 Satz 1 KAGB in Anteile oder Aktien von Hedgefonds anlegen. § 225 Abs. 2 Satz 1 KAGB schreibt vor, dass Dach-Hedgefonds nur bis zu 49% des Wertes in Bankguthaben, Geldmarktinstrumente und Anteile an Geldmarkt-OGAW investieren dürfen. Charakteristisch für den Dach-Hedgefonds ist, dass dieser überwiegend in Hedgefonds investiert sein muss; dementsprechend verlangt die Fondskategorie-Richtlinie der BaFin, dass Dachfonds nach den Anlagebedingungen zu mindestens 51% ihres Wertes in Zielfonds investiert sein müssen.[62] Aus der Systematik von § 283 KAGB und § 225 KAGB könnte daher ein Typenzwang für Hedgefonds und Dach-Hedgefonds abgeleitet werden. Hier ist aber zu berücksichtigen, dass ein Hedgefonds gerade nur noch als allgemeiner offener inländischer Spezial-AIF und nicht mehr als offener inländischer Publikums-AIF aufgelegt werden darf, so dass aufgrund der Systematik die beiden Fondstypen nebeneinander und nicht in einem Ausschließlichkeitsverhältnis zueinander stehen. Entsprechend findet auch die **Fondskategorien-Richtlinie der BaFin** nur auf Dach-Hedgefonds und nicht auf Hedgefonds Anwendung.[63] Von daher darf ein Hedgefonds auch zu 51% oder mehr seines Wertes in andere Hedgefonds investieren.

---

60 Vgl. insoweit auch die Allgemeinverfügung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zum Verbot ungedeckter Leerverkäufe in bestimmten Aktien vom 18. Mai 2010 (widerrufen mit Wirkung zum 27.7.2010) und die hierzu ergangene FAQ-Liste zum Verbot ungedeckter Leerverkäufe in bestimmten Aktien vom 1. Juli 2010.

61 Die Neuregulierung von Zentralverwahrern (*CSDR*) stellt europaweit die Abwicklungsfrist auf T+2 um; vgl. Vorschlag für eine Verordnung zur Verbesserung der Wertpapierabrechnung in der Europäischen Union und über Zentralverwahrer sowie zur Änderung der Richtlinie 98/26/EG, Artikel 5.

62 Richtlinie zur Festlegung von Fondskategorien gemäß § 4 Absatz 2 Kapitalanlagegesetzbuch und weitere Transparenzanforderungen an bestimmte Fondskategorien der BaFin vom 22. Juli 2013 – Fondskategorien-Richtlinie, Art. 2 (1).

63 Richtlinie zur Festlegung von Fondskategorien gemäß § 4 Absatz 2 Kapitalanlagegesetzbuch und weitere Transparenzanforderungen an bestimmte Fondskategorien der BaFin vom 22. Juli 2013 – Fondskategorien-Richtlinie, Art. 1.

V. Abgrenzung zu offenen inländische Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen, § 284 KAGB

26 Sowohl Hedgefonds i.S.v. § 283 KAGB als auch Spezial-AIF i.S.v. § 284 KAGB qualifizieren als offene inländische Spezial-AIF gemäß Kapitel 3, Abschnitt 2 KAGB. Es stellt sich daher die Frage in welchem Verhältnis § 283 und § 284 KAGB zueinander stehen. Wie bereits oben ausgeführt, bestehen für Hedgefonds kein Katalog von erwerbbaren Vermögensgegenständen und nur sehr wenige Anlagegrenzen. Von daher kann ein Hedgefonds als allgemeiner offener inländischer Spezial-AIF (§ 283 KAGB) genau wie ein offener inländischer Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen (§ 284 KAGB) ausgestaltet werden, solange die hedgefondsspezifischen Besonderheiten (Leverage und Leerverkäufe) in den Anlagebedingungen vorgesehen werden. Es spricht daher viel dafür offene inländische Spezial-AIF von vornherein als Hedgefonds aufzulegen und somit von den erweiterten Anlagemöglichkeiten zu profitieren. Etwas anderes gilt natürlich dann, wenn institutionelle Anlegern (wie zum Beispiel Versicherungen)[64] aufgrund spezialgesetzlicher Regelungen nur begrenzt in Hedgefonds investieren dürfen. Aus diesen Überlegungen heraus ergibt sich, dass § 283 KAGB und § 284 KAGB nebeneinander stehen und allenfalls unterschiedliche Fondstypen beschreiben.

C. Ergänzende Angaben bei den Anlagebedingungen (Abs. 2)

27 Die Regelung des § 283 Abs. 2 KAGB entspricht der Regelung des aufgehobenen § 118 Abs. 2 InvG. Nach § 283 Abs. 2 KAGB müssen die Anlagebedingungen eines Hedgefonds Angaben darüber enthalten, ob die Vermögensgegenstände des Hedgefonds bei einer Verwahrstelle oder bei einem Primebroker verwahrt werden.

28 Einen expliziten Verweis auf die Zulässigkeit der Verwendung eines Primebrokers enthält § 283 KAGG, anders als noch § 112 Abs. 2 InvG, nicht mehr. Durch die Pflicht, Angaben in den Anlagebedingungen zu machen, ob die Verwahrung der Vermögensgegenstände des Hedgefonds durch die Verwahrstelle oder einen Primebroker erfolgt, stellt § 283 Abs. 2 KAGB aber entsprechend klar, dass die Verwendung eines Primebrokers nach wie vor zulässig ist.

29 Bereits mit Einführung des InvG wurde der regelmäßig besonderen Struktur von Hedgefonds[65] im Vergleich zu anderen Sondervermögen Rechnung getragen, indem einzelne Aufgaben der Depotbank (jetzt nach dem KAGB: Verwahrstelle) auch von einer anderen vergleichbaren Einrichtung wahrgenommen werden konnten, wenn vertraglich sichergestellt war, dass die Depotbank für ein Verschulden der von ihr unmittelbar eingeschalteten Einrichtung wie für eigenes Verschulden haftete (§ 112 Abs. 3 InvG in der bis zum 28.12.2007 geltenden Fassung). Abweichend von den damaligen allgemeinen Regelungen zur Depotbank wurde aufgrund der Änderungen durch das Investmentänderungsgesetz[66] in § 112 Abs. 2 InvG die Möglichkeit vorgesehen, dass die Verwahrung von Vermögensgegenständen explizit von einem Primebroker wahrgenommen werden konnte. Der Primebroker musste seinen Sitz in einem Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum oder in

---

64 Vgl. hierzu die Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen (Anlageverordnung – AnlV).

65 Zur bildlichen Darstellung der Struktur von Hedgefonds siehe: PWC, Die Novellierung des Investmentrechts 2004, S. 131.

66 Gesetz zur Änderung des Investmentgesetzes und zur Anpassung anderer Vorschriften (Investmentänderungsgesetz – InvÄndG) vom 21.12.2007 – Bundesgesetzblatt Teil I 2007 Nr. 68 S. 3089.

einem Staat haben, der Vollmitgliedstaat der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung ist, in seinem Sitzstaat einer wirksamen öffentlichen Aufsicht unterstehen und über eine angemessene Bonität verfügen. Der Primebroker konnte sowohl unmittelbar durch die damalige Kapitalanlagegesellschaft (**Direktbeauftragungsmodell**) als auch durch die damalige Depotbank (**Unterverwahrermodell**) bestellt werden. Die Regelung zum Verschulden entfiel.

30 Gemäß der vormaligen Definition in § 2 Abs. 15 InvG waren Primebroker Unternehmen, die Vermögensgegenstände verwahren, sich diese ganz oder teilweise zur Nutzung auf eigene Rechnung übertragen lassen und gegebenenfalls sonstige mit Hedgefonds verbundene Dienstleistungen erbringen.[67] Diese Definition war durch den Gesetzgeber bewusst sehr weit gefasst worden, eine Abgrenzung sollte insoweit zu sonstigen Brokern erfolgen.[68] Die heutige **Definition des Primebrokers** nach § 1 Abs. 19 Nr. 30 KAGB übernimmt die Definition von Art. 4 Abs. 1 Buchst. a AIFMD. Hiernach ist ein Primebroker „ein Kreditinstitut, eine Wertpapierfirma im Sinne des Artikels 4 Absatz 1 Nummer 1 der Richtlinie 2004/39/EG oder eine andere Einheit, die einer Regulierungsaufsicht und ständigen Überwachung unterliegt und professionellen Anlegern Dienstleistungen anbietet, in erster Linie, um als Gegenpartei Geschäfte mit Finanzinstrumenten im Sinne der Richtlinie 2011/61/EU zu finanzieren oder durchzuführen, und die möglicherweise auch andere Dienstleistungen wie Clearing und Abwicklung von Geschäften, Verwahrungsdienstleistungen, Wertpapier-Darlehen und individuell angepasste Technologien und Einrichtungen zur betrieblichen Unterstützung anbietet".

31 Ein Primebroker ist typischerweise nicht bereit, wie eine Verwahrstelle im alleinigen Interesse der Anleger einzelne Verwahrstellenaufgaben zu erfüllen.[69] Dementsprechend macht die Verwahrung der Vermögensgegenstände durch einen Primebroker Abweichungen von den allgemeinen Vorschriften für die Verwahrung durch Verwahrstellen erforderlich.

32 Primebroker agieren als umfassende Dienstleister für Hedgefonds und bieten verschiedene Dienstleistungen an. Sie verwahren beispielsweise Vermögensgegenstände der Hedgefonds. Insofern können Hedgefonds auch Vermögensgegenstände auf einen Primebroker in der Weise übertragen, dass diesem ein Nutzungsrecht an den übertragenen Vermögensgegenständen eingeräumt wird und der Primebroker diese auch für eigene Zwecke verleihen oder anderweitig verwenden darf. Die Übertragung von Wertpapieren als Sicherheit erfolgt beispielsweise zur Besicherung von Krediten und Wertpapierleihen des Primebrokers an den Hedgefonds. Die weitere Verwendung der gestellten Sicherheiten für eigene Zwecke durch den Primebroker erfolgt insbesondere auch zur Stellung von Sicherheiten bei eigenen Transaktionen wie Kreditaufnahmen; dieses wird im Englischen auch als „**Rehypothecation**" bezeichnet und steht insoweit im Gegensatz zu der Stellung von Sicherheiten, bei denen der Sicherungsgeber Eigentümer der Sicherheit bleibt (im Englischen „**Hypothecation**"). Zu den von Primebrokern erbrachten Dienstleistungen gehören darüber hinaus die Bereitstellung von Fremdkapital (gegen Sicherheiten) zur Erhöhung des Investitionsgrades, Beschaffung von Wertpapieren bei der Durchführung von Leerverkäufen, Durchführung oder Abwicklung sonstiger bei Hedgefonds üblicherweise anfallenden Geschäfte oder Erbringung sonstiger mit der Verwaltung der Hedgefonds verbundener Dienstleistungen.[70] Hierzu finanziert der Primebroker auch als Gegenpartei Geschäfte mit Finanzinstrumenten oder führt diese durch und bie-

67 Vgl. Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/Verfürth/*Emde* § 2 Rn. 195 f.
68 BTDrucks. 16/5576 (Gesetzentwurf), S. 57, Zu Nummer 3 (§ 2), Zu Buchstabe j, Zu Absatz 15.
69 BTDrucks. 16/5576 (Gesetzentwurf), S. 90, Zu Nummer 95 (§ 112), Zu Buchstabe c.
70 BTDrucks. 16/5576 (Gesetzentwurf), S. 57, Zu Nummer 3 (§ 2), Zu Buchstabe j, Zu Absatz 15.

tet darüber hinaus auch andere Dienstleistungen wie Clearing und Abwicklung von Geschäften, Verwahrungsdienstleistungen, Wertpapier-Darlehen und individuell angepasste Technologien und Einrichtungen zur betrieblichen Unterstützung an (§ 1 Abs. 19 Nr. 30 KAGB).

33 Nach § 31 Abs. 1 KAGB ist Voraussetzung, dass der Primebroker durch schriftlichen Vertrag für den Hedgefonds bestellt wird. Dadurch, dass die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft den Vertrag mit dem Primebroker zu schließen hat und die Verwahrstellen nach § 31 Abs. 1 KAGB Satz 3 KAGB hierüber in Kenntnis zu setzen ist, erscheint es zunächst so, als würde nur noch das **Direktbeauftragungsmodell** nach dem KAGB zulässig sein. Dieses ist aber nur dann richtig, wenn an Stelle der Verwahrstelle ein Primebroker durch die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft bestellt wird. Während § 112 Abs. 3 InvG explizit bei Hedgefonds die Abweichung von den allgemeinen Regeln und insofern eine **Substituierung der Depotbank** durch den Primebroker vorsah,[71] könnte dieses nach dem KAGB zweifelhaft sein. Dadurch, dass der Primebroker aber auch die Verwahrung der Vermögensgegenstände vornehmen darf, kann dieser auch unmittelbar als Verwahrstelle durch die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft bestellt werden und (zusätzlich) die für einen Primebroker typischen Dienstleistungen erbringen. Hierfür spricht, dass nach § 85 Abs. 4 Nr. 2 Satz 1 KAGB der Primebroker, wenn er zugleich auch als Kontrahent bei Geschäften für Rechnung des inländischen AIF auftritt, nur unter bestimmten Umständen auch die Aufgaben einer Verwahrstelle wahrnehmen darf. Entsprechend geht auch der Erwägungsgrund 43 AIFMD davon aus, dass ein Primebroker nur unter Einhaltung bestimmter Voraussetzungen als Verwahrstelle bestellt werden soll. Daher ist es auch unter dem KAGB nach wie vor möglich einen **Primebroker als (alleinige) Verwahrstelle** eines Hedgefonds zu bestellen. Hier wird das Investmentdreieck durch den Anleger, die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft und den Primebroker gebildet. Es ist nicht erforderlich, dass für einen Hedgefonds eine Verwahrstelle und zusätzlich noch eine weitere Einheit als Primebroker bestellt werden. Soweit allerdings ein Primebroker als Verwahrstelle bestellt wird, sollten gemäß Erwägungsgrund 43 AIFMD die **zusätzlichen Primebroker-Dienste** aber nicht im Rahmen der Vereinbarungen zur Aufgabenübertragung (Verwahrstellenvertrag), sondern in einer zusätzlichen **gesonderten Vereinbarung** geregelt werden.

34 Nach wie vor besteht aber auch noch die Möglichkeit, dass für einen Hedgefonds eine Verwahrstelle bestellt wird, die keine Primebroker-Dienste erbringt. In einem solchen Fall und unter Beachtung weiterer Voraussetzungen des § 85 Abs. 4 Nr. 2 Satz 2 KAGB kann die Verwahrstelle sich allerdings bei einem Bedarf für solche Dienstleistungen eines Primebrokers bedienen und diesem Verwahraufgaben übertragen. Insofern findet auch weiterhin das **Unterverwahrermodell** Anwendung.

35 Gemäß § 283 Abs. 2 KAGB müssen die **Anlagebedingungen** von Hedgefonds Angaben darüber enthalten, ob die Vermögensgegenstände bei einer **Verwahrstelle oder bei einem Primebroker** verwahrt werden. Das Gesetz sieht grundsätzlich für inländische Spezial-AIF keine Anforderungen an die Ausgestaltung der Anlagebedingungen vor. Dementsprechend können die Anlagebedingungen eines Hedgefonds frei gestaltet werden. Voraussetzung für die Ausgestaltung der Anlagebedingungen von Hedgefonds ist nur, dass sich diese zu der Verwahrung der Vermögensgegenstände äußern müssen. Anders als noch nach dem Investmentgesetz[72] bedürfen die Anlagebedingungen auch **nicht mehr der Genehmigung der BaFin**, sondern sind dieser nur gemäß § 273 Satz 2 KAGB vorzulegen.

---

71 Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Verfürth*/*Emde* InvG, § 2 Rn. 195.
72 § 93 Abs. 1 InvG.

36 Soweit ein Primebroker nicht als (alleinige) Verwahrstelle[73] eines Hedgefonds bestellt wird, bedarf es für dessen Bestellung keiner Genehmigung durch die BaFin. Der **Wechsel des Prime Brokers** muss auch nicht mehr[74] der BaFin angezeigt werden.

D. Rücknahme von Anteilen oder Aktien (Abs. 3)

37 Die Regelung des Abs. 3 entspricht der Regelung des früheren § 116 InvG in Bezug auf Single-Hedgefonds. Die Regelung trägt Hedgefonds dahingehend Rechnung, dass Hedgefonds häufig auch Anlagestrategien verfolgen, die auf Langfristigkeit ausgelegt sind. Darüber hinaus können Hedgefonds auch in illiquide Vermögensgegenstände investieren, was dazu führt, dass diese nur begrenzte oder keine liquiden Mittel zur Verfügung haben, um Anteil- oder Aktienrücknahmen bedienen zu können. Die andernfalls erforderliche erhöhte Vorhaltung von Liquidität mindert die Mittel für die Anlage, so dass insofern auch die Rendite geringer ausfallen kann. Der kurzfristige Abzug von Liquidität durch Rückgabe der Anteile bzw. Aktien könnte auch die Chancen, die mit dem Einsatz der Kreditaufnahme (Leverage) verbunden sind, in ihr Gegenteil verkehren;[75] durch das Erfordernis Liquidität für den Hedgefonds in einem solchen Moment zu schaffen müssen beispielsweise fremdfinanzierte Vermögensgegenstände des Hedgefonds zu Preisen unter dem ursprünglichen Kaufpreis veräußert werden, was anschließend zu einem zu hohen Verschuldungsgrad des Hedgefonds führen kann, so dass der Hedgefonds handlungsunfähig wird. Dementsprechend ermöglicht Abs. 3 die eingeschränkte Rückgabe von Anteilen bzw. Aktien und ermöglicht die Aufnahme weitergehender Anforderungen an eine solche Rückgabe, indem § 227 KAGB grundsätzlich für insgesamt entsprechend anwendbar erklärt wird.

38 Grundsätzlich besteht nach den allgemeinen Normen ein jederzeitiges Rückgaberecht der Anleger bzw. Aktionäre im Hinblick auf die Anteile oder Aktien.[76] Gemäß Abs. 3 wird dieses jederzeitige Rückgaberecht jedoch bei Hedgefonds (optional) eingeschränkt, indem für die Rücknahme von Anteilen oder Aktien eines Hedgefonds § 227 KAGB entsprechend gilt. Entsprechend § 227 Abs. 1 KAGB können daher die Anlagebedingungen des Hedgefonds nur bestimmte Termine vorsehen, zu denen die Anteile oder Aktien zurückgenommen werden. Die Anlagebedingungen müssen jedoch vorsehen, dass eine solche Rücknahme **mindestens einmal in jedem Kalendervierteljahr** erfolgen kann. Das heißt nicht, dass die Anteile gleichmäßig genau vierteljährlich zurückgenommen werden müssen. Eine Rücknahme innerhalb des jeweiligen Vierteljahres ist insofern ausreichend.[77] Soweit die Anlagebedingungen die vorstehenden Mindestanforderungen an die Rücknahme einmal in jedem Kalendervierteljahr erfüllen, können weitere Termin für die Rücknahme vorgesehen werden, die dann zusätzliche Anforderungen an die Rücknahme an diesen Terminen stellen können. Hierzu gehören beispielsweise Regelungen zur Liquiditätssteuerung des Hedgefonds (**Schleusen-Mechanismus** oder **Gating Mechanism**).[78] Bei der Umsetzung dieser Regelungen ist allerdings jeweils die Gleichbehandlung aller Anleger zu gewährleisten.[79]

---

73 Für die Auswahl als Verwahrstelle siehe § 69 KAGB.
74 So aber noch nach § 112 Abs. 3 InvG.
75 BTDrucks. 15/1553 (Gesetzentwurf), S. 111, Zu § 116 (Rücknahme).
76 Vgl. §§ 98 Abs. 1 Satz 1, 116 Abs. 2 Satz 1 KAGB.
77 Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Stabenow* InvG, § 116 Rn. 4.
78 Oder auch „Gate-Klausel" vgl. Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Stabenow* InvG, § 116 Rn. 11.
79 Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Stabenow* InvG, § 116 Rn. 11.

Abweichend von § 227 Absatz 2 KAGB sind Anteil- oder Aktienrückgaben jedoch nicht wie bei Dach-Hedgefonds bis zu 100 Kalendertage sondern **bis zu 40 Kalendertage vor dem jeweiligen Rücknahmetermin** zu erklären.[80] Die Anlagebedingungen können daher frei (bis zu 40 Kalendertagen) eine Regelung vorsehen, bis zu welchem Zeitpunkt vor dem Rückgabetermin die Rückgabe durch den Anleger zu erklären ist. Zumindest zu diesem Rücknahmetermin muss auch der Anteil- oder Aktienpreis ermittelt werden. Es steht der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft natürlich frei den Anteil- oder Aktienpreis öfters zu ermitteln. Ebenso ist der Anteil- oder Aktienpreis bei der Ausgabe von Anteilen oder Aktien zu ermitteln. Dieses ist zwar nicht explizit geregelt, ergibt sich aber aus der Natur der Sache.[81] Die Zeitpunkte für die Ausgabe müssen nicht mit den Zeitpunkten der Rückgabe übereinstimmen. **39**

Im Übrigen wiederholt Abs. 3 nur den Wortlaut von § 227 Abs. 2 KAGB. Soweit § 283 Abs. 3 KAGB auf einen Rücknahmetermin verweist, „zu dem auch der Anteil- oder Aktienpreis ermittelt wird" hätte es dieses Einschubes nicht bedurft, da die gleichlautende Regelung durch den Verweis auf die entsprechende Anwendbarkeit des § 227 KAGB Anwendung gefunden hätte. Eine von § 227 Abs. 2 Satz 1 KAGB abweichende Regelung wird durch den Einschub jedenfalls nicht getroffen. Das gleiche gilt auch für den Einschub, dass Rückgaben „durch eine unwiderrufliche Rückgabeerklärung gegenüber der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft zu erklären" sind. Auch hier wird keine von § 227 KAGB abweichende Regelung getroffen. Insbesondere findet über den generellen Verweis auf § 227 KAGB auch § 227 Abs. 2 Satz 2 KAGB ebenso wie § 227 Abs. 1, 3 und 4 KAGB entsprechende Anwendung.[82] **40**

Grundsätzlich kann von den vorstehenden Fristen zugunsten der Anleger auch abgewichen werden. Dieses kann zum einen durch tatsächliches Verhalten geschehen oder zum anderen bereits in den Anlagebedingungen im Rahmen einer „bis zu" Regelung erfolgen. Hierbei ist jedoch auch immer dem Grundsatz der Anlegergleichbehandlung Rechnung zu tragen.[83] **41**

E. Übergangsvorschrift des § 350 KAGB

Verwiesen sei noch auf die besondere Übergangsvorschrift des § 350 KAGB.[84] Unter dem Investmentgesetz durften (Single-)Hedgefonds nur **nicht-öffentlich vertrieben** werden.[85] Die Neureglung durch das KAGB geht hierüber allerdings noch hinaus. Dadurch, dass Hedgefonds zukünftig nur noch als offene inländische Spezial-AIF qualifizieren, dürfen diese per se nicht mehr von Privatanlegern gehalten werden. Auch die Möglichkeit des **Reverse Solicitation**, wonach ein Privatanleger von sich aus Anteile oder Aktien eines Hedgefonds nachfragt, scheidet dementsprechend aus. Sowohl der **Vertrieb der Anteile oder Aktien** eines Hedgefonds an einen Privatanleger als auch der **Erwerb durch einen Privatanleger** ist nicht mehr zulässig. § 350 Abs. 1 KAGB enthält insoweit ein Vertriebsverbot und Übergangsregelungen im Hinblick auf bereits bestehende Hedge- **42**

80 Vgl. auch Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Stabenow* InvG, § 116 Rn. 13.
81 So geht auch die Überschrift von § 223 KAGB von einer Regelung zur Ausgabe und Rücknahme von Anteilen oder Aktien aus, obwohl § 223 explizit auch nur Regelungen zur Rücknahme trifft.
82 Siehe hierzu und zu dem Verhältnis zu § 305 Abs. 6 KAGB entsprechend die Kommentierung zu § 227 KAGB.
83 Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Stabenow* InvG, § 116 Rn. 15.
84 Siehe hierzu insbesondere auch die entsprechende Kommentierung zu § 350 KAGB.
85 Vgl. § 112 Abs, 2 InvG. Der Vertrieb von Anteilen an „leverage companies" war bereits schon nach § 2 Ziffer 4 Buchst. f AuslInvestmG untersagt, da eine Kreditaufnahme nur unter besonderen Voraussetzungen möglich war. Gleiche Einschränkungen galten für die Kreditaufnahme deutscher KAGen (§ 9 Abs. 4 KAGG).

fonds. Ein Neuerwerb von Anteilen oder Aktien an Single-Hedgefonds ist nach dem Inkrafttreten des KAGB für Privatanleger jedenfalls ausgeschlossen. § 350 Abs. 2 KAGB trägt der Beschränkung des Anlegerkreises zudem Rechnung, indem Privatanlegern gestattet wird, Anteile oder Aktien, die diese vor dem 22. Juli 2013 erworben haben, auch nach diesem Datum weiter zu halten, bis sie diese Anteile oder Aktien zurückgeben ohne, dass sich zukünftig an der Qualifikation des Hedgefonds als offener inländischer Spezial-AIF etwas ändert (auch wenn Privatanleger weiterhin an dem Fonds beteiligt bleiben).

§ 284
Anlagebedingungen, Anlagegrenzen

(1) Für offene inländische Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen gelten § 282 Absatz 1 sowie die §§ 192 bis 211 und 218 bis 260, soweit sich aus den Absätzen 2 bis 4 nichts anderes ergibt.

(2) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft kann bei offenen inländischen Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen von den §§ 192 bis 211, 218 bis 224 und 230 bis 260 abweichen, wenn

1. **die Anleger zustimmen;**
2. **für den entsprechenden Spezial-AIF nur die folgenden Vermögensgegenstände erworben werden:**
   a) **Wertpapiere,**
   b) **Geldmarktinstrumente,**
   c) **Derivate,**
   d) **Bankguthaben,**
   e) **Immobilien,**
   f) **Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften,**
   g) **Anteile oder Aktien an inländischen offenen Investmentvermögen sowie an entsprechenden offenen EU- oder ausländischen Investmentvermögen,**
   h) **Beteiligungen an ÖPP-Projektgesellschaften, wenn der Verkehrswert dieser Beteiligungen ermittelt werden kann,**
   i) **Edelmetalle, unverbriefte Darlehensforderungen und Unternehmensbeteiligungen, wenn der Verkehrswert dieser Beteiligungen ermittelt werden kann;**
3. **§ 197 Absatz 2, § 276 Absatz 1, die §§ 240 und 260 Absatz 3 mit der Maßgabe, dass die Belastung nach § 260 Absatz 3 Satz 1 insgesamt 50 Prozent des Verkehrswertes der im Sondervermögen befindlichen Immobilien nicht überschreiten darf, unberührt bleiben und**
4. **die Anlagegrenze nach § 221 Absatz 4 hinsichtlich der in § 198 Satz 1 Nummer 1 genannten Vermögensgegenstände, sofern es sich um Aktien handelt, unberührt bleibt.**

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

(4) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft kann für Rechnung eines offenen inländischen Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen kurzfristige Kredite nur bis zur Höhe von 30 Prozent des Wertes des AIF aufnehmen. § 254 bleibt unberührt; soweit Kredite zulasten der im Sondervermögen befindlichen Immobilien

aufgenommen werden, ist dieser jedoch mit der Maßgabe anzuwenden, dass für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger Kredite bis zur Höhe von 50 Prozent des Verkehrswertes der im Sondervermögen befindlichen Immobilien aufgenommen werden dürfen.

Schrifttum

BVI (Hrsg.) Spezialfonds aus Anlegersicht – eine Erfolgsgeschichte; *Emde*/*Dreibus* Der Regierungsentwurf für ein Kapitalanlagegesetzbuch, BKR **2013** 89; *Entzian* BVI-Studie Wertpapier-Spezialfonds 2009: Institutionelle nutzen maßgeschneidertes Asset Management, ZfgKW **2009** 740; *Haisch*/*Helios* Rechtshandbuch Finanzinstrumente, München 2011, § 13 Finanzinstrumente im Investmentrecht; *Heinke*/*Krämer*/*Nürk* Handbuch Investmentfonds für institutionelle Anleger, Bad Soden/Ts. 2011; *Helios*/*Schmies* Ausländische Investmentanteile i.S.d. § 2 Abs. 9 InvG – Investmentrechtliche Zweifelsfragen des BaFin Rundschreiben 14/2008 (WA) vom 22.12.2008 und steuerrechtliche (Fern-)Wirkungen –, BB 2009, 1105; *Kandlbinder* Spezialfonds als Anlageinstrument – Ein Leitfaden, Frankfurt am Main 1991; *Kestler*/*Benz* Aktuelle Entwicklungen im Investmentrecht, BKR **2008** 403; *Kleeberg*/*Schlenger* Handbuch Spezialfonds – ein praktischer Leitfaden für institutionelle Anleger und Kapitalanlagegesellschaften, Bad Soden/Ts. 2000; *Kruppa* Spezialfonds aus der Aufsicht entlassen? ZfgKW **1991** 1142 ff.; *Koch* Das Kapitalanlagegesetzbuch: Neue Rahmenbedingungen für Private-Equity-Fonds – Transparenz, gesellschaftsrechtliche Maßnahmen und Finanzierung, WM **2014** 433; *Kupjetz*/*Bröker-Riers*/*Schröder*/*Wanner* Die Master-KAG als strategische Option für den Spezialfondsmarkt, Frankfurt am Main 2005; *Laux*/*Päsler* Die deutschen Spezialfonds, Frankfurt am Main 2001; *Neubauer* Der Spezialfonds erfolgreich auf dem Weg in die Zukunft, ZfgKW **2009** 751; *Roegele*/*Görke* Novelle des Investmentgesetzes (InvG), BKR **2007** 393; *Roggatz* Informationspflichten von Investmentgesellschaften – Analyse der gesetzlichen Publizitätsvorschriften zur Verbesserung der investmentrechtlichen Transparenz und des Anlegerschutzes, Frankfurt am Main 2003; *Seip* Investmentgesetz: neuer Schwung für deutsche Spezialfonds, ZfgKW 2007, 114; *Tönges* Der Wertpapierspezialfonds als Anlageinstrument für institutionelle Investoren, Frankfurt am Main 1993; *Werner* Das neue Kapitalanlagegesetzbuch, StBW **2013** 811; *Zetzsche* Zwischen Anlegerschutz und Standortwettbewerb: Das Investmentänderungsgesetz, ZBB **2007** 438.

Systematische Übersicht

A. Allgemeines — 1
B. Anwendbare Vorschriften (Abs. 1) — 7
C. Zulässige Abweichungen (Abs. 2) — 10
  I. Zustimmung der Anleger (Abs. 2 Nr. 1) — 11
  II. Zulässige Vermögensgegenstände (Abs. 2 Nr. 2) — 12
  III. Anlagegrenzen (Abs. 2 Nr. 3 und 4) — 13
D. Unternehmensbeteiligungen (Abs. 3) — 20
E. Möglichkeit der Kreditaufnahme (Abs. 4) — 23

A. Allgemeines

Die Vorschrift wurde mit Wirkung zum 22. Juli 2013 im Zuge der Umsetzung der europäischen AIFM-Richtlinie[1] geschaffen und ersetzt § 91 InvG. Die vorgenommenen Änderungen wirken sich insgesamt mit Ausnahme des neugeschaffenen Abs. 3 nur marginal aus. § 91 InvG seinerseits entspricht in den besonderen Ausgestaltungsmerkmalen des Spezial-Sondervermögens wiederum grundsätzlich der Regelung in § 1 Abs. 2 KAGG.[2] **1**

1 Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds v. 8.6.2011; vgl. auch Berger/*Steck*/Lübbehüsen InvG, § 91, Rn. 1.
2 BGBl. 1998 I S. 2726, Geltung bis 31.12.2003, vgl. dazu schon *Baur* Investmentgesetze, KAGG, § 1, Rn. 31 ff.

2 Offene (inländische) Spezial-AIF, die bisher im Investmentrecht als Spezial-Sondervermögen bekannt waren, häufig aber auch schlicht „Spezialfonds" genannt wurden, sind besonders bedeutsam für institutionelle Investoren. Das KAGG von 1957, mit dem die „Investmentidee" erstmals in Deutschland gesetzlich gefasst wurde, sah ausschließlich Publikumsfonds vor.[3] Nachdem es „Spezialfonds" bereits seit 1968 in Deutschland gibt, wurden diese durch das Erste Finanzmarktförderungsgesetz von 1990[4] erstmals in das kodifizierte Investmentrecht eingeführt.[5] Durch das InvÄndG[6] wurden „Spezialfonds" weitgehend liberalisiert, es sollte für institutionelle Anleger ein Fonds zur Verfügung stehen, der in sämtliche nach dem InvG zulässigen Vermögensgegenstände investieren konnte, ohne den Restriktionen der Publikumsfonds hinsichtlich von Anlagegrenzen und Fondstypen zu unterliegen.[7] Für institutionelle Anleger, etwa Versicherungsunternehmen, Sozialversicherungsträger, Pensionskassen und Versorgungswerke, ebenso wie für Kirchen, Stiftungen und Verbände, Bausparkassen, Hypothekenbanken und immer häufiger auch Großunternehmen, die so ihre Pensionsrückstellungen finanzieren, ist eine solche Anlageform bilanziell wie steuerlich auch nach Geltung des KAGB noch interessant.[8]

3 Aus § 1 Abs. 6 KAGB ergibt sich, dass nur professionelle Anleger im Sinne des § 1 Abs. 19 Nr. 32 KAGB und semiprofessionelle Anleger im Sinne des § 1 Abs. 19 Nr. 33 KAGB Anteile an Spezial-AIF erwerben dürfen. Professioneller Anleger ist danach jeder Anleger, der im Sinne von Anhang II der Richtlinie 2004/39/EG als professioneller Kunde angesehen wird oder auf Antrag als ein professioneller Kunde behandelt werden kann. Semiprofessionelle Anleger müssen mehrere Voraussetzungen erfüllen, v.a. muss das Investitionsvolumen mehr als 200.000 Euro betragen, das notwendige Risikobewusstsein muss nachgewiesen und entsprechender Sachverstand, Erfahrungen und Kenntnisse müssen vorhanden sein. Dazu negativ abzugrenzen sind die Privatanleger, § 1 Abs. 19 Nr. 31 KAGB. Eine Beschränkung des Erwerbs von Anteilen an Spezial-AIF auf nicht natürliche Personen (ehemals § 2 Abs. 3 S. 1 InvG)[9] besteht, insofern die genannten Voraussetzungen erfüllt sind, damit nicht (mehr).[10] Als Anleger kommen damit unzweifelhaft auch Personenverbände, die nicht juristische Personen sind in Betracht. Im deutschen Recht betrifft dies rechtsfähige offene Handelsgesellschaften (OHG) und Kommanditgesellschaften (KG), ebenso wie teilrechtsfähige Gesellschaften bürgerlichen Rechts (GbR). Soweit ein Anleger nicht als professioneller Anleger qualifiziert, ist mithin nunmehr alleine auf die für semiprofessionelle Anleger geforderten Voraussetzungen abzustellen.

4 Die Anzahl der zulässigen Anleger wurde in § 91 Abs. 1 InvG (i.V.m. § 2 Abs. 3 InvG) von ursprünglich zehn auf 30 angehoben, um auch kleineren institutionellen Anlegern

---

3 Vgl. zur historischen Entwicklung und wirtschaftlichen Bedeutung von Spezialfonds ausführlich *Baur* Investmentgesetze, KAGG, Anhang zu § 1.

4 Gesetz zur Verbesserung der Rahmenbedingungen der Finanzmärkte (Finanzmarktförderungsgesetz), BGBl. I 1990, 266, Nr. 7 vom 28.2.1990.

5 Vgl. Bödecker/*Kuhn* Investmentrecht, S. 391.

6 Gesetz zur Änderung des Investmentgesetzes und zur Anpassung anderer Vorschriften v. 21.12.2007, BGBl. I S. 3089 (Nr. 68); Geltung ab 28.12.2007.

7 Vgl. Beckmann/Scholtz/Vollmer/*Herkströter*/*Loff* InvG, § 91 Rn. 1.

8 Vgl. Schimansky/Bunte/Lwowski/*Köndgen*/*Schmies* Bankrechts-Handbuch, § 113. Investmentgeschäft, 4. Aufl. 2011, Rn. 93 m.w.N.

9 Vgl. dazu noch BTDrucks. 11/5411, S. 25.

10 Vgl. Schimansky/Bunte/Lwowski/*Köndgen*/*Schmies* Bankrechts-Handbuch, § 113. Investmentgeschäft, 4. Aufl. 2011, Rn. 94, die noch davon sprechen, dass die Zulassung von Personenverbänden, die nicht juristische Personen sind umstritten ist.

die Anlage in Spezial-Sondervermögen zu ermöglichen.[11] Durch das InvÄndG,[12] das den Spezialfondsbereich deregulierte, wurde dieser Absatz und damit eine Begrenzung der Höchstzahl an Anlegern schließlich ganz gestrichen, wenngleich sich in der Praxis seitdem zumeist eine Zahl von maximal 100 Anlegern zusammenfand, um von steuerrechtlichen Erleichterungen zu profitieren.[13] Für **steuerliche Zwecke** erfolgt allerdings immer noch eine Beschränkung auf nicht mehr als 100 Anleger oder Aktionäre, die nicht natürliche Personen sind, § 15 Abs. 1 Satz 1 InvStG. Insofern folgt das Investmentsteuerrecht nicht (mehr) dem Aufsichtsrecht. Das Investmentsteuergesetz stellt insofern auch nach wie vor auf **nicht natürliche Personen** als Anleger und Aktionäre ab. Soweit daher Anleger oder Aktionäre in dem Spezial-AIF investiert sind, die zwar als semi-professionelle Anleger nicht aber als nicht natürliche Personen qualifizieren, finden die steuergünstigen Regelungen auf den Spezial-AIF keine Anwendung.

Hinsichtlich einer Mindestanzahl von Anlegern gab es von Anfang an keine explizite gesetzliche Anforderung.[14] Ein-Anleger-Spezial-Sondervermögen spielen in der Praxis eine nicht unerhebliche Rolle.[15] Die Aufsicht billigte diese Konstruktionen bisher, solange nach den Vertragsbedingungen die Aufnahme mindestens eines weiteren Anteilsinhabers möglich bleibt.[16] **5**

Fraglich ist, was der Gesetzgeber mit der Bezeichnung „**feste Anlagebedingungen**“ ausdrücken möchte. Eine Definition im Gesetz selbst findet sich jedenfalls nicht. Der Begriff hat im deutschen Investmentrecht auch keine Tradition. § 273 KAGB enthält die allgemeine Regelung zu den Anlagebedingungen für inländische Spezial-AIF.[17] Die Anlagebedingungen zwischen Kapitalverwaltungsgesellschaft und Anlegern, die unter dem InvG noch Vertragsbedingungen hießen und sich üblicherweise in Allgemeine und Besondere Anlagebedingungen aufteilen lassen, sind grundsätzlich im Sinne der Privatautonomie frei gestaltbar, so dass sich der Begriff „fest“ nicht erschließt. Ansatzweise nachvollziehbar wird dieser Begriff einzig in Zusammenschau mit der Norm des § 283 KAGB. Während danach Hedgefonds grundsätzlich keiner Beschränkung hinsichtlich der erwerbbaren Vermögensgegenstände unterliegen,[18] gelten für offene inländische Spezial-AIF die Beschränkungen des § 284 Abs. 2 KAGB.[19] Deshalb von „festen Anlagebedingungen“ zu sprechen erscheint jedoch verfehlt, zumal der Begriff der festen Anlagebedingungen auch sonst an keiner Stelle im Gesetz seinen Niederschlag gefunden hat. Dem Begriff kommt daher keine gesonderte Bedeutung bei der Betrachtung und Auslegung von Spezial-AIF zu. **6**

---

11 BTDrucks. 15/1553, S. 74, 103.

12 Gesetz zur Änderung des Investmentgesetzes und zur Anpassung anderer Vorschriften (Investmentänderungsgesetz), BGBl. I 2007, 3089, Nr. 68 vom 21.12.2007, Geltung ab 28.12.2007.

13 Vgl. Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Zirlewagen* InvG, § 91 Rn. 16; Beckmann/Scholtz/Vollmer/*Herkströter*/*Loff* InvG, § 91 Rn. 1; ausführlich zur steuerrechtlichen Bedeutung Berger/Steck/*Lübbehüsen* InvStG, § 15 Rn. 23 ff.

14 Problematisiert wird in diesem Zusammenhang jedoch, dass ein Investmentvermögen nach § 1 S. 2 des InvG ein Vermögen zur *gemeinschaftlichen* Kapitalanlage erforderte, vgl. Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Zirlewagen* InvG, § 91 Rn. 9; kritisch auch Schimansky/Bunte/Lwowski/*Köndgen*/*Schmies* Bankrechts-Handbuch, § 113. Investmentgeschäft, 4. Aufl. 2011, Rn. 94, die insbesondere Ein-Personen-GmbHs, als „Millionärsfonds“ kritisch sehen..

15 In Heinke/Krämer/Nürk/*Neiße* Handbuch Investmentfonds für institutionelle Anleger. Der deutsche institutionelle Fondsmarkt im Wandel, S. 3, 10 wird auf eine Umfrage des BVI aus dem Jahr 2009 verwiesen, nach der Ein-Anleger-Spezialvermögen etwa 84% aller Spezialfonds ausmachen sollen.

16 Vgl. Schimansky/Bunte/Lwowski/*Köndgen*/*Schmies* Bankrechts-Handbuch, § 113. Investmentgeschäft, 4. Aufl. 2011, Rn. 94.

17 Vgl. dazu die Kommentierung zu § 273 KAGB.

18 Vgl. die Kommentierung zu § 283 KAGB, Rn. 5.

19 Zum Verhältnis von § 283 und § 284 KAGB, vgl. die Kommentierung bei § 283 KAGB, Rn. 26.

B. Anwendbare Vorschriften (Abs. 1)

7 Einem Bedürfnis der Branche folgend wird im Bereich der offenen Spezial-AIF neben dem allgemeinen offenen inländischen Spezial-AIF nach § 282 KAGB der offene inländische Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen normiert. Dieser orientiert sich an § 91 InvG. Das heißt, es gelten hinsichtlich der Vermögensgegenstände und Anlagegrenzen grundsätzlich die Regelungen für offene Publikumsinvestmentvermögen. Anwendbar sind auf den offenen inländischen Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen, soweit sich aus den Abs. 2–4 (dazu unten) nichts anderes ergibt, § 282 Abs. 1 KAGB, §§ 192–211 KAGB sowie die §§ 218–260 KAGB.

8 Durch den Verweis auf § 282 Abs. 1 KAGB wird geregelt, dass auch der offene inländische Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen dem Grundsatz der Risikomischung unterliegt.[20] Von dieser Anforderung kann nicht abgewichen werden.[21] In den §§ 192–211 KAGB finden sich besondere Vorschriften für offene Publikumsinvestmentvermögen gemäß der OGAW-Richtlinie.[22] In den §§ 218–260 KAGB finden sich besondere Vorschriften für offene inländische Publikums-AIF. Relevant sind daher auch die Vorschriften für gemischte Investmentvermögen (§§ 218 f. KAGB), sonstige Investmentvermögen (§§ 220 ff. KAGB), Dach-Hedgefonds (§§ 225 ff. KAGB) sowie Immobilien-Sondervermögen (§§ 230 ff. KAGB). Mithin wird eine Homogenität im Bereich der Investmentvermögen hergestellt. Abgewichen werden kann von den genannten Regelungen nur unter den Voraussetzungen der Abs. 2–4. Gleichwohl ist nicht auszuschließen, dass Versicherungen als Hauptinvestoren in offene inländische Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen unter Diversifizierungs- und Risikogesichtspunkten, die strengeren Anlagegrenzen für OGAW angewendet wünschen.[23]

9 Hinsichtlich der Verweisungen besteht mithin weitgehender Gleichklang mit der Vorgängerregelung des § 91 InvG. Aus der neuen Systematik des KAGB ergibt sich, dass ein Verweis entsprechend § 91 Abs. 2 InvG auf die Regeln von Hedgefonds nicht übernommen wurde, da diese im Kapitel 3 Spezial-AIF gesondert geregelt wurden.

C. Zulässige Abweichungen (Abs. 2)

10 Von den §§ 192 bis 211, §§ 218 bis 224 und §§ 230 bis 260 können die offenen inländischen Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen abweichen, solange die in Abs. 2 bis 4 genannten Mindestvorschriften eingehalten werden. Das bedeutet im Ergebnis dann allerdings, dass, sollten sich aus den jeweiligen Regelungen von denen abgewichen wird unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten vorteilhaftere Möglichkeiten zur Anlage ergeben, diese nicht herangezogen werden dürfen. Die Regelungen der Abs. 2–4 sind dann insofern abschließend zu verstehen. Einzig bei Hedgefonds i.S.d. § 283 KAGB scheint eine freiere Gestaltung und damit gewissermaßen auch eine Kombination aus verschiedensten Vermögensgegenständen in die angelegt wird zulässig, gleichwohl kann institutionellen Anlegern spezialgesetzlich die Investition in Hedgefonds untersagt sein, so

---

20 BTDrucks. 17/12294, S. 276.

21 Die BaFin sieht grundsätzlich den Swap sämtlicher Erträge eines Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen mit einem Kontrahenten als zulässig an, wenn Erträge aus einem risikodiversifizierten Vermögen in den Spezial-AIF geswapt werden; BaFin, Fragenkatalog zu erwerbbaren Vermögensgegenständen (Eligible Assets) („FAQ Eligible Assets") vom 22. Juli 2013 (WA 41-Wp 2137-2013/0001), Teil 2 Frage 6.

22 Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW).

23 Hierzu bereits Beckmann/Scholtz/Vollmer/*Herkströter*/*Loff*, InvG, § 91 Rn. 4.

dass der hinsichtlich der zulässigen Vermögensgegenstände deutlich restriktivere § 284 KAGB alleine in Betracht kommt.[24] Abs. 2 basiert grundsätzlich auf der Regelung des aufzuhebenden § 91 Abs. 3 InvG. Die Verweise auf §§ 90a–90k InvG wurden nicht entsprechend übernommen. Die Mindestanforderungen des Abs. 2 müssen kumulativ vorliegen.

I. Zustimmung der Anleger (Abs. 2 Nr.1)

11 Bereits unter dem alten InvG galt, dass eine Abweichung von den üblichen Anlagebeschränkungen nur mit Zustimmung der Anleger möglich ist. Hierdurch wird dem Umstand Rechnung getragen, dass der Anleger bei freierer Anlagepolitik auch größeren Risiken ausgesetzt ist.[25] Die Form der Zustimmung ist gesetzlich nicht normiert, kann also grundsätzlich auch fernmündlich erfolgen, was aus Beweisgründen allerdings nicht praktikabel erscheint.[26] Eine individuelle Vereinbarung ist nicht erforderlich, zurückgegriffen werden kann auf die Musterbedingungen des BVI.[27]

II. Zulässige Vermögensgegenstände (Abs. 2 Nr. 2)

12 Der Katalog der Vermögensgegenstände in Abs. 2 Nr. 2 entspricht § 2 Abs. 4 Nr. 1 bis 9 des aufzuhebenden InvG. Allerdings wurden inländische Investmentvermögen i.S.d. § 2 Abs. 2 Nr. 9 Var. 1 InvG nicht übernommen). Ebenso wurden § 2 Abs. 4 Nr. 9a bis 11 InvG nicht übernommen, da sie sich zum einen auf Mitarbeiterbeteiligungs-Sondervermögen beziehen, die es nach diesem Gesetz nicht mehr gibt, und zum anderen auf zulässige Vermögensgegenstände von Hedgefonds, die in § 283 eine eigenständige Regelung erhalten. Zulässig ist und bleibt damit die Anlage in Wertpapieren, Geldmarktinstrumenten, Derivaten, Bankguthaben, Immobilien, Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften, Anteilen oder Aktien an inländischen offenen Investmentvermögen sowie an entsprechenden offenen EU- oder ausländischen Investmentvermögen, Beteiligungen an ÖPP-Projektgesellschaften, wenn der Verkehrswert dieser Beteiligungen ermittelt werden kann, Edelmetallen, unverbrieften Darlehensforderungen und Unternehmensbeteiligungen, ebenfalls jeweils vorausgesetzt, dass der Verkehrswert dieser Beteiligungen ermittelt werden kann.

- **Wertpapiere** (Abs. 2 Nr. 2a) KAGB)
  Eine Defintion des Begriffs „Wertpapier“ findet sich im KAGB, wie schon im InvG, nicht. Aus der Gesetzesbegründung zum InvMoG[28] ergibt sich ein wirtschaftlicher Wertpapierbegriff, der auf die Kriterien Liquidität und Fungibilität und damit Marktfähigkeit abstellt.[29] Zurückgegriffen werden kann zur Orientierung ebenfalls auf die Definition in § 2 Abs. 1 WpHG. Danach sind „Wertpapiere (...), auch wenn keine Urkunden über sie ausgestellt sind, alle Gattungen von übertragbaren Wertpapieren mit Ausnahme von Zahlungsinstrumenten, die ihrer Art nach auf den Finanzmärkten handelbar sind.“[30] Es kommt dabei nicht darauf an, ob ein Vermögensgegenstand deutschem oder ausländischem Recht unterliegt.[31]

---

24 Vgl. hierzu die Kommentierung zu § 283 KAGB, Rn. 5 und 26.
25 Vgl. etwa auch Berger/*Steck*/Lübbehüsen InvG, § 91 Rn. 7.
26 Vgl. etwa auch Berger/*Steck*/Lübbehüsen InvG, § 91 Rn. 7 f.
27 Vgl. Beckmann/Scholtz/Vollmer/*Herkströter*/*Loff* InvG, § 91 Rn. 6.
28 BTDrucks. 15/1553, S. 75.
29 Vgl. *Beckmann*/Scholtz/Vollmer InvG, § 2 Rn. 56; Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Verfürth*/*Emde* Rn. 36.
30 So auch schon Berger/Steck/Lübbehüsen/*Köndgen* InvG, § 2 Rn. 10.
31 Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Verfürth*/*Emde* InvG, § 2 Rn. 37.

- **Geldmarkinstrumente** (Abs. 2 Nr. 2b) KAGB)
  Eine Definition von Geldmarktinstrumenten findet sich in § 194 KAGB. Es handelt sich dabei um Instrumente, die üblicherweise auf dem Geldmarkt gehandelt werden, sowie verzinsliche Wertpapiere, die im Zeitpunkt ihres Erwerbs eine restliche Laufzeit von höchstens 397 Tagen haben, deren Verzinsung nach den Ausgabebedingungen während ihrer gesamten Laufzeit regelmäßig, mindestens aber einmal in 397 Tagen, marktgerecht angepasst wird oder deren Risikoprofil dem Risikoprofil solcher Wertpapiere entspricht. Diese Norm entspricht abgesehen von redaktionellen Änderung der Regelung des § 48 InvG. Der dortige Geldmarktbegriff entsprach auch dem für die Vermögensgegenstände gebräuchlichen Begriff.[32]
- **Derivate** (Abs. 2 Nr. 2c) KAGB)
  Derivate sind Finanzinstrumente bei denen sich die Wertentwicklung von einem Basiswert ableitet. Erfasst sind mithin alle abgeleiteten Finanzinstrumente,[33] gleich ob als Termingeschäft, Option oder Swap ausgestaltet.[34] In Abweichung von § 284 Abs. 1 KAGB sind Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen nicht auf Derivate i.S.d. § 197 Absatz 1 KAGB beschränkt.[35]
  Ein solcher Swap ist zulässig, wenn Erträge aus einem risikodiversifizierten Vermögen in den Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen geswapt werden und der Swap-Kontrahent Sicherheiten nach § 27 Absatz 7 DerivateV stellt. Von der Kontrahentengrenze nach § 27 Absatz 1 DerivateV kann bei einem Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen gemäß § 27 Absatz 2 DerivateV zwar abgewichen werden, aber auch hier ist der Grundsatz der Risikomischung zu beachten
  Darüber hinaus sieht die DerivateV weiter Ausnahmen bei Spezial-AIF vor. So darf gemäß § 2 Abs. 2 Nr. 1 DerivatV die Kapitalverwaltungsgesellschaft für ein Spezial-AIF auch dann Derivate abschließen, wenn die Basiswerte dieser Derivate nach Maßgabe des KAGB und den Anlagebedingungen für den Spezial-AIF nicht erworben werden dürfen.[36] Des Weitern dürfen Derivate selbst dann erworben werden, wenn die Risiken, die die Basiswerte repräsentieren, nicht auch durch die nach dem KAGB und den Anlagebedingungen zulässigen Vermögensgegenstände hätten entstehen können (§ 2 Abs. 2 Nr. 2 DerivatV).
- **Bankguthaben** (Abs. 2 Nr. 2d) KAGB)
  Unter Bankeinlagen fallen grundsätzlich alle Sicht-, Termin und Spareinlagen.[37]
- **Immobilien** (Abs. 2 Nr. 2e) KAGB)
  Bei Immobilien handelte es sich nach der Definition in § 1 Abs. 19 Nr. 21 KAGB um Grundstücke, grundstücksgleiche Rechte und vergleichbare Rechte nach dem Recht anderer Staaten. Abzustellen ist beim Begriff des Grundstücks nicht auf den rein sachenrechtlichen Begriff, der auf katastermäßig vermessene Teile der Erdoberfläche, für die ein Grundbuchblatt angelegt ist,[38] abstellt, sondern auf einen wirtschaftli-

---

32 BTDrucks. 15/1553, S. 75.
33 BTDrucks. 15/1553, S. 75.
34 Vgl. auch Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Verfürth*/*Emde* InvG, § 2 Rn. 46; vgl. hierzu auch ausführlich Haisch/Helios/*Böhringer*/*Funk*, Rechtshandbuch Finaninstrumente, § 13 Finanzinstrumente im Investmentrecht, Rn. 51 ff.
35 BaFin, Fragenkatalog zu erwerbbaren Vermögensgegenständen (Eligible Assets) („FAQ Eligible Assets") vom 22. Juli 2013 (WA 41-Wp 2137-2013/0001), Teil 2 Frage 1.
36 BaFin, Erläuterungen zur Derivateverordnung in der Fassung vom 16. Juli 2013 vom 22. Juli 2013.
37 Vgl. auch Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Verfürth*/*Emde* InvG, § 2 Rn. 48.
38 So aber Berger/Steck/Lübbehüsen/*Köndgen* InvG, § 2 Rn. 23.

chen Begriff.[39] Unter die grundstücksgleichen Rechte fallen insbesondere das Wohnungseigentum und das Erbbaurecht.[40]

Nicht unter Immobilien fallen allerdings **Nießbrauchrechte**. Auch ein Nießbrauchrecht, als beschränkt dingliches Recht, kann grundsätzlich durch einen Sondervermögen erworben werden.[41] Während danach die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft für Immobilien-Sondervermögen nach den §§ 230 ff. KAGB Nießbrauchrechte an Mietwohngrundstücken, Geschäftsgrundstücken und gemischt genutzten Grundstücken, die der Erfüllung öffentlicher Aufgaben dienen, erwerben darf, wenn zur Zeit der Bestellung die Aufwendungen für das Nießbrauchrecht zusammen mit dem Wert der Nießbrauchrechte, die sich bereits im Sondervermögen befinden, 10 Prozent des Wertes des Sondervermögens nicht übersteigen, wie § 231 Abs. 1 Nr. 6 KAGB ausdrücklich regelt,[42] werden Nießbrauchrechte in dem Katalog des § 284 Abs. 2 KAGB für offene inländische Spezial-AIF nicht erwähnt. Dieses hat zur Folge, dass ein offener inländische Spezial-AIF nur dann in Nießbrauchrechte investieren kann, wenn er von den in § 284 Abs. 1 KAGB genannten Regelungen nicht abweicht. Soll von diesen Regelungen nach Maßgabe des § 284 Abs. 2 KAGB abgewichen werden, bedeutet das, dass der Spezial-AIF nur in die in dem Katalog genannten Vermögensgegenstände investieren darf. Weicht ein Spezial-AIF von den in § 284 Abs. 1 KAGB genannten Regelungen ab, kann der Spezial-AIF nicht mehr in Nießbrauchrechte investieren. Hierbei dürfte es sich insgesamt um ein gesetzgeberisches Versehen handeln. Um den nicht unerheblichen Bedürfnissen der (gegenwärtigen) Praxis zu entsprechen, sollte hier eine Änderung durch den Gesetzgeber erfolgen, damit der Erwerb solcher Vermögensgegenstände auch bei sinnvollen Anpassungen der Anlagebedingungen gemäß § 284 Abs. 2 KGAB möglich ist.

Ebenfalls fehlt eine dem § 231 Abs. 3 KAGB entsprechende Regelung, nach der für ein Immobilien-Sondervermögen auch **Gegenstände** erworben werden dürfen, die **zur Bewirtschaftung** der Vermögensgegenstände des Immobilien-Sondervermögens erforderlich sind. Da diese Gegenstände auch unter keine anderen zulässigen Vermögensgegenstände direkt gefasst werden können, ist davon auszugehen, dass ein Erwerb dieser Vermögensgegenstände – ebenso wie bei den **Nießbrauchrechten** – nicht zulässig ist, wenn der Spezial-AIF von den in § 284 Abs. 1 KAGB genannten Regelungen abweicht. Der Katalog in § 284 Abs. 2 KAGB ist insoweit enumerativ.[43] Bei wirtschaftlicher Betrachtung bliebe gleichwohl die Beteiligung an einer Immobilien-Gesellschaft (§ 1 Abs. 19 Nr. 22 KAGB) eine mögliche Alternative.

– **Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften** (Abs. 2 Nr. 2f) KAGB)

Bei Immobilien-Gesellschaften handelte es sich nach der Definition in § 1 Abs. 19 Nr. 22 KAGB um Gesellschaften, die nach dem Gesellschaftsvertrag oder der Satzung nur Immobilien sowie die zur Bewirtschaftung der Immobilien erforderlichen Gegenstände erwerben dürfen. Die Beteiligung an einer Immobilien-Gesellschaften umfasst jede mitgliedschaftsrechtliche Beteiligung an einem Unternehmen, durch die sowohl Vermögensrechte (z.B. Teilnahme am Gewinn) als auch Verwaltungsrechte (z.B. Mitsprache- und Informationsrechte) gewährt werden.[44] Zulässig sind nach der

39 So auch Berger/Steck/Lübbehüsen/*Köndgen* InvG, § 2 Rn. 23.
40 Vgl. Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Verfürth*/*Emde* InvG, § 2 Rn. 52.
41 Vgl. § 231 Abs. 1 Satz 1 Nr. 6 KAGB; Berger/Steck/Lübbehüsen/*Köndgen* InvG, § 2 Rn. 23.
42 Vgl. hierzu die Kommentierung zu § 231 Abs. 1 Nr. 6 KAGB.
43 BaFin, Fragenkatalog zu erwerbbaren Vermögensgegenständen (Eligible Assets) („FAQ Eligible Assets") vom 22. Juli 2013 (WA 41-Wp 2137-2013/0001), Teil 2 Frage 1.
44 BaFin, Fragenkatalog zu erwerbbaren Vermögensgegenständen (Eligible Assets) („FAQ Eligible Assets") vom 22. Juli 2013 (WA 41-Wp 2137-2013/0001), Teil 2 Frage 7.

Verwaltungspraxis der BaFin auch Beteiligungen an anderen Immobiliengesellschaften unter Einschluss der Ausreichung von Darlehen an diese.[45] Gleichwohl darf die Tätigkeit nicht über das Halten und Bewirtschaften von Immobilien hinausgehen, um als Immobiliengesellschaft zu qualifizieren.[46] Tätigkeiten, die für die Gesellschaft neben den einer mittelbar oder unmittelbar gehaltenen Immobilie innewohnenden Risiken weitere wesentliche Risiken begründen, führen zum Ausschluss der Eigenschaft als Immobilien-Gesellschaft. Der Erwerb von immobilienbesicherten Darlehensforderungen oder eine eigenständige gewerbliche Betätigung (z.B. Betrieb eines Hotels) führt daher zum Ausschluss einer Qualifikation als Immobilien-Gesellschaft.[47] In einem solchen Fall kommt aber immer noch ein Erwerb als Unternehmensbeteiligung In einem solchen Fall kommt allerdings immer noch der Erwerb als Unternehmensbeteiligung in Betracht (§ 284 Abs. 2 Nr. 2i) KAGB).

- **Inländische offene Investmentvermögen** sowie **entsprechende offene EU- oder ausländische Investmentvermögen** (Abs. 2 Nr. 2g) KAGB)
  Generell dürfen Anteile oder Aktien an inländischen offenen Investmentvermögen (§ 1 Abs. 4, 5 und 7 KAGB) sowie an entsprechenden offenen EU- oder ausländischen Investmentvermögen (§ 1 Abs. 8 und 9 KAGB) erworben werden. Unter Nutzung der Ausnahmemöglichkeit nach § 284 Ab. 2 KAGB dürfen daher auch Anteile an Kaskadenfonds (beachte insoweit die Abweichung von § 196 KAGB), Dach-Hedgefonds sowie in- und ausländischen Spezial-AIF (einschließlich Hedgefonds) erworben werden.[48] Eine Vergleichbarkeit mit inländischen Investmentvermögen ist allerdings nicht gegeben, wenn das offene EU- oder ausländische Investmentvermögen unmittelbar als Darlehnsgeber Darlehns-/Kreditverträge eingeht und diese nicht Abtretung erworben hat.[49]
- **Beteiligungen an ÖPP-Projektgesellschaften** (Abs. 2 Nr. 2h) KAGB)
  Was eine ÖPP-Projektgesellschaft ist, ist im KAGB in § 1 Abs. 19 Nr. 28 KAGB definiert. Die Definition stimmt mit der Definition in § 2 Abs. 14 InvG überein. ÖPP-Projektgesellschaften sind danach im Rahmen Öffentlich-Privater Partnerschaften tätige Gesellschaften, die nach dem Gesellschaftsvertrag oder der Satzung zu dem Zweck gegründet wurden, Anlagen oder Bauwerke zu errichten, zu sanieren, zu betreiben oder zu bewirtschaften, die der Erfüllung öffentlicher Aufgaben dienen. Als Anforderung besteht, dass der Verkehrswert dieser Beteiligungen ermittelt werden können muss.
  Anders als noch in § 91 Abs. 3 Nr. 2 InvG fehlt der Zusatz, dass Beteiligungen an ÖPP-Projektgesellschaften auch vor Beginn der Betreiberphase erworben werden dürfen. Diese Anordnung war aber wie aus dem Wortlaut auch deutlich wird „abweichend von § 90b Abs. 2 S. 1 InvG gedacht. Da es die Kategorie der „Infrastruktur-Sondervermögen“ nach dem KAGB allerdings nicht mehr gibt, war eine entsprechende Anordnung nicht nötig. Richtigerweise können damit Beteiligungen an ÖPP-Projektgesellschaften auch vor Beginn der Betreiberphase erworben werden. Die KAGB-Regelung ist insofern nicht restriktiver als die Vorgängerregelung im InvG.

---

45 BaFin, Fragenkatalog zum Anwendungsbereich des Investmentgesetzes nach § 1 Satz 1 Nr. 3 InvG und zum Rundschreiben 14/2008 (WA) vom 21. Januar 2010 (WA 41-Wp 2136-2008/0001), Frage 8 und 9.
46 Vgl. Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Verfürth/Emde* InvG, § 2 Rn. 56.
47 BaFin, Fragenkatalog zum Anwendungsbereich des Investmentgesetzes nach § 1 Satz 1 Nr. 3 InvG und zum Rundschreiben 14/2008 (WA) vom 21. Januar 2010 (WA 41-Wp 2136-2008/0001), Frage 8 und 9.
48 BaFin, Fragenkatalog zu erwerbbaren Vermögensgegenständen (Eligible Assets) („FAQ Eligible Assets“) vom 22. Juli 2013 (WA 41-Wp 2137-2013/0001), Teil 2 Frage 3.
49 BaFin, Fragenkatalog zum Anwendungsbereich des Investmentgesetzes nach § 1 Satz 1 Nr. 3 InvG und zum Rundschreiben 14/2008 (WA) vom 21. Januar 2010 (WA 41-Wp 2136-2008/0001), Frage 3.

- **Edelmetalle** (Abs. 2 Nr. 2i) KAGB)
  Der Begriff der Edelmetalle richtet sich nach dem allgemeinen naturwissenschaftlichen Verständnis. Ein mittelbarer Erwerb von Edelmetallen über Zertifikate ist dann erfasst, wenn das Edelmetall als Basiswert physisch hinterlegt ist.[50]
- **Unverbriefte Darlehensforderungen** (Abs. 2 Nr. 2i) KAGB)
  Unverbriefte Darlehensfordungen sind, in Abgrenzung zu verbrieften Wertpapieren oder Geldmarktinstrumenten, erfasst. Zu beachten ist, dass diese nur durch Abtretung erworben und nicht durch Vergabe des Darlehens begründet werden dürfen.[51]
- **Unternehmensbeteiligungen** (Abs. 2 Nr. 2 i) KAGB)
  Ebenso wie bei der Beteiligung an Immobiliengesellschaften handelt es sich bei der Beteiligung an Unternehmen um den Erwerb von mitgliedsrechtlichen Anteilen, die sowohl Vermögensrechte als auch Verwaltungsrechte gewähren.[52] Als zusätzliche Anforderung besteht, dass der Verkehrswert dieser Beteiligungen ermittelt werden können muss.

III. Anlagegrenzen (Abs. 2 Nr. 3 und 4)

Bei Abs. 2 Nr. 3 und 4 und Abs. 3 handelt es sich um Rückausnahmen. Abs. 2 Nr.3 und 4 greifen inhaltlich weitgehend unverändert die Regelungen von § 91 Abs. 3 Nr. 3 und 4 InvG auf. Einzig die Unternehmensbeteiligungen sind nun in einem eigenen Abs. 3 geregelt. Nach § 284 Abs. 2 Nr. 3 KAGB bleiben § 197 Abs. 2 (Marktrisikopotential bei dem Einsatz von Derivaten), § 276 Abs. 1 (Leerverkaufsverbot), § 240 (Darlehnsgewährung an Immobilien-Gesellschaften) und § 260 Abs. 3 (Belastung von Vermögensgegenständen eines Immobilien-Sondervermögen) KAGB unberührt, mit der Maßgabe, dass die Belastung nach § 260 Abs. 3 S. 1 KAGB insgesamt 50 Prozent des Verkehrswertes der im Sondervermögen befindlichen Immobilien nicht überschreiten darf. **13**

Die Regelung des § 197 Abs. 2 KAGB aufgreifend hat die AIF-Verwaltungsgesellschaft sicherzustellen, dass sich das **Marktrisikopotenzial** eines offenen inländischen Spezial-AIF durch den Einsatz von Derivaten und Finanzinstrumenten mit derivativer Komponente gemäß § 197 Abs. 1 höchstens verdoppelt.[53] Zu beachten ist, dass die DerivateV für den **Einsatz von Derivaten** sowie von **Wertpapier-Darlehen und Pensionsgeschäften** in Spezial-AIF besondere Regelungen bzw. Ausnahmen vorsieht. Hierzu gehören Abweichungen von den Anforderungen an Wertpapier-Darlehen und Pensionsgeschäften (§ 26 Abs. 4 Satz 2 DerivateV) oder auch Abweichungen beim Anrechnungsbetrag für das Kontrahentenrisiko von Vertragspartnern (§ 27 Abs. 2 DerivateV). Darüber hinaus finden erleichterte Berichtspflichten Anwendung (§§ 9 Abs. 6, 38 Abs. 1). **14**

Auch gilt das **Verbot von „echten" Leerverkäufen** nach § 276 Abs. 1 KAGB. Folglich darf die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger keine Vermögensgegenstände nach Maßgabe von §§ 193 (Wertpapiere), 194 (Geldmarktinstrumente) und 196 (Investmentanteil) KAGB verkaufen, wenn die jeweiligen Vermögensgegenstände im Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses nicht zum offenen inländischen Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen gehören.[54] **15**

---

50 Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Verfürth*/*Emde* InvG, § 2 Rn. 64 f.

51 BaFin, Fragenkatalog zum Anwendungsbereich des Investmentgesetzes nach § 1 Satz 1 Nr. 3 InvG und zum Rundschreiben 14/2008 (WA) vom 21. Januar 2010 (WA 41-Wp 2136-2008/0001), Frage 3.

52 BaFin, Fragenkatalog zu erwerbbaren Vermögensgegenständen (Eligible Assets) („FAQ Eligible Assets") vom 22. Juli 2013 (WA 41-Wp 2137-2013/0001), Teil 2 Frage 7.

53 Vgl. die Kommentierung zu § 197 KAGB sowie auch § 7 Abs. 1 DerivateV (einfacher Ansatz) und § 15 Abs. 1 DerivateV (qualifizierter Ansatz).

54 Vgl. die Kommentierung zu § 276 KAGB.

16 Beschränkt ist auch die **Darlehensgewährung an Immobilien-Gesellschaften** nach § 240 KAGB. Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft darf einer Immobilien-Gesellschaft für Rechnung des Immobilien-Sondervermögens ein Darlehen nur gewähren, wenn

1. sie an der Immobilien-Gesellschaft für Rechnung des Immobilien-Sondervermögens unmittelbar oder mittelbar beteiligt ist,
2. die Darlehensbedingungen marktgerecht sind,
3. das Darlehen ausreichend besichert ist und
4. bei einer Veräußerung der Beteiligung das Darlehen innerhalb von sechs Monaten nach der Veräußerung zurückzuzahlen ist (§ 240 Abs. 1 KAGB).

17 Außerdem hat die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft sicherzustellen, dass

1. die Summe der Darlehen, die einer Immobilien-Gesellschaft für Rechnung des Immobilien-Sondervermögens insgesamt gewährt werden, 50 Prozent des Wertes der von der Immobilien-Gesellschaft gehaltenen Grundstücke nicht übersteigt und
2. die Summe der Darlehen, die den Immobilien-Gesellschaften insgesamt für Rechnung des Immobilien-Sondervermögens gewährt werden, 25 Prozent des Wertes des Immobilien-Sondervermögens nicht übersteigt; bei der Berechnung der Grenze sind die aufgenommenen Darlehen nicht abzuziehen (§ 240 Abs. 2 KAGB).

Einer Darlehensgewährung nach den Absätzen 1 und 2 steht gleich, wenn ein Dritter im Auftrag der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft der Immobilien-Gesellschaft ein Darlehen im eigenen Namen für Rechnung des Immobilien-Sondervermögens gewährt (§ 240 Abs. 3 KAGB).[55]

18 Entsprechend der Regelung des § 260 Abs. 3 KAGB bleiben die **Belastung von Vermögensgegenständen** nach § 231 Abs. 1 KAGB, die zu einem Immobilien-Sondervermögen gehören, sowie die Abtretung und Belastung von Forderungen aus Rechtsverhältnissen, die sich auf solche Vermögensgegenstände beziehen, vorbehaltlich des § 239 KAGB zulässig, wenn

1. dies in den Anlagebedingungen vorgesehen und mit einer ordnungsgemäßen Wirtschaftsführung vereinbar ist,
2. die Verwahrstelle den vorgenannten Maßnahmen zustimmt, weil sie die Bedingungen, unter denen die Maßnahmen erfolgen sollen, für marktüblich erachtet, und
3. die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft sicherstellt, dass die Belastung insgesamt 50 Prozent des Verkehrswertes der im Sondervermögen befindlichen Immobilien nicht überschreitet.[56]

Hier zeigt sich eine Änderung zu § 260 Abs. 3 Nr. 3 KAGB der für Publikumsinvestmentvermögen nur eine Belastung von insgesamt 30 Prozent des Verkehrswerts der im Sondervermögen befindlichen Immobilien zulässt.

19 § 284 Abs. 2 Nr. 4 KAGB regelt, dass die Anlagegrenze nach § 221 Abs. 4 KAGB unberührt bleiben muss. Demzufolge darf die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft in Wertpapiere gemäß § 198 Satz 1 Nr. 1 KAGB, soweit es sich um Aktien handelt, nur bis zu 20 Prozent des Wertes des Spezial-AIF investieren. Es muss sich daher um **Aktien** handeln, die „nicht zum Handel an einer Börse zugelassen oder an einem anderen organisierten Markt zugelassen oder in diesen einbezogen sind, im Übrigen jedoch die Kriterien des

55 Vgl. die Kommentierung zu § 240 KAGB.
56 Vgl. die Kommentierung zu § 260 KAGB.

Artikels 2 Absatz 1 Buchstabe a bis c Ziffer ii, Buchstabe d Ziffer ii und Buchstabe e bis g der Richtlinie 2007/16/EG erfüllen". Diese auch als **Private-Equity Grenze** bezeichnete Regelung setzt zum Teil den vorherigen § 91 Abs. 3 i.V.m. § 90h Abs. 4 InvG um, der der Vermeidung von Private-Equity Strategien[57] dienen sollten. Ursprünglich galt diese Grenze von 20 Prozent für vorgenannte **Aktien und Beteiligungen an Unternehmen**, die nicht zum Handel an einer Börse zugelassen oder in einen organisierten Markt einbezogen waren, zusammen. Aufgrund der systematischen Stellung ergibt sich aber, dass diese 20 Prozentgrenze nur für solche Aktien gilt. Die Regelung für Beteiligungen an Unternehmen, die nicht zum Handel an einer Börse zugelassen oder in einen organisierten Markt einbezogen, findet sich nun im folgenden § 284 Abs. 3 KAGB. Anders als noch unter der Altregelung[58] steht die 20 Prozentgrenze in § 284 Abs. 2 Nr. 4 KAGB neben der 20 Prozentgrenze in § 284 Abs. 3 KAGB. Dementsprechend darf ein spezial-AIF auch weiterhin zu **100 Prozent in nicht notierte Wertpapiere** im Sinne des § 198 Abs. 1 Nr. 1 KAGB investieren soweit es sich nicht um Aktien (§ 284 Abs. 2 Nr. 4 KAGB) und nicht um Beteiligungen an Unternehmen, die nicht zum Handel an einer Börse zugelassen oder in einen organisierten Markt einbezogen sind (§ 284 Abs. 3 KAGB), handelt und der allgemeine Grundsatz der Risikomischung gewahrt bleibt.[59] Anders als bei § 284 Abs. 3 KAGB findet § 282 Abs. 3 KAGB im Rahmen des § 284 Abs. 2 Nr. 4 KAGB keine Anwendung, da dieser explizit nach § 284 Abs. 1 KAGB ausgeschlossen ist. Soweit es sich um Aktien handelt, die nicht zum Handel an einer Börse zugelassen oder an einem anderen organisierten Markt zugelassen oder in diesen einbezogen sind, ist Abs. 2 gegenüber Abs. 3 auch die speziellere Vorschrift, so dass Abs. 3 im Hinblick auf solche Aktien keine Anwendung findet. Andernfalls würden – wie unter der Vorgängernorm des § 91 Abs. 3 Nr. 4 InvG – Aktien und Unternehmensbeteiligungen in einem Absatz zusammengefasst werden.

D. Unternehmensbeteiligungen (Abs. 3)

Neben § 284 Abs. 2 Nr. 4 KAGB soll § 284 Abs. 3 KAGB der Abgrenzung von offenen inländischen Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen zu Private Equity Gesellschaften dienen.[60] Zulässige Vermögensgegenstände können bei offenen inländischen Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen zwar – anders als bei Publikums-AIF – auch Unternehmensbeteiligungen sein, vgl. entsprechend Abs. 2 Nr. 2 lit. i). Für diese wird dann allerdings auch die 20 Prozentgrenze des Wertes des Fonds aus § 91 Abs. 3 Nr.4 in Verbindung mit § 90h Abs. 4 S. 1 InvG übernommen. Die 20 Prozentgrenze für Unternehmensbeteiligungen steht hierbei neben der 20 Prozentgrenze für Aktien nach § 284 Abs. 2 Nr. 4 KAGB. Auch wenn Aktien nach § 284 Abs. 2 Nr. 4 KAGB zugleich auch Unternehmensbeteiligungen im Sinne des Abs. 3 darstellen, geht insoweit die 20 Prozentgrenze des Abs. 2 vor. D.h. eine Anrechung erfolgt hier nicht. Anders als nach der Vorgängernorm des § 91 Abs. 3 Nr.4 InvG können daher insgesamt 20 Prozent des Wertes eines Spezial-AIF in Aktien nach § 284 Abs. 2 Nr. 4 KAGB plus 20 Prozent des Wertes in Unternehmensbeteiligungen nach § 284 Abs. 3 KAGB investiert werden. **20**

Der Verweis in S. 2 auf § 282 Abs. 3 KAGB schließt aus, dass der offene inländische Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen mit diesen 20 Prozent seines Wertes die Kontrolle über ein Unternehmen i.S.d. § 288 KAGB erlangt, die nach § 288 Abs. 1 KAGB bei mehr als 50 Prozent der Stimmrechte eines Unternehmens läge. Auch hier müssen auf-

57 Vgl. zuletzt BTDrucks. 17/4510, S. 79.
58 § 91 Abs. 3 Nr. 4 InvG.
59 Vgl. entsprechend Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Zirlewagen* InvG, § 91 Rn. 33.
60 Vgl. schon BTDrucks. 16/5576, S. 81.

grund der spezielleren Norm des § 284 Abs. 2 Nr. 4 KAGB die dort genannten Aktien außer Betracht bleiben.

21 Ferner gelten die Mitteilungspflichten nach § 289 Abs. 1 KAGB, wenn der Spezial-AIF eine Minderheitsbeteiligung an einem nicht börsennotierten Unternehmen erlangt. Relevant sind insofern die Schwellen der Über- oder Unterschreitung v. 10%, 20%, 30%, 50% und 75%.

22 Eine weitere Funktion des Abs. 3 liegt im Erhalt der Liquidität des Fonds. Beteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen, als wenig liquide bzw. illiquide Vermögensgegenstände, stellen sich insbesondere bei einem erhöhten Rücknahmeverlangen der Anleger des Sondervermögens als problematisch im Hinblick auf eines ausreichende Liquidität dar.[61] Insoweit bleibt allerdings festzuhalten, dass – anders als noch unter der Vorgängernorm des InvG – durch die Erweiterung der Anlagegrenze von einmal 20 Prozent (§ 91 Abs. 3 Nr. 4 InvG) auf zweimal 20 Prozent (§ 284 Abs. 2 Nr. 4 und Abs. 3 KAGB) die Investmentmöglichkeit eines Spezial-AIF in illiquide Vermögensgegenstände erhöht wurde.

E. Möglichkeit der Kreditaufnahme (Abs. 4)

23 Abs. 4 übernimmt die Regelung des aufzuhebenden § 91 Abs. 4 InvG. Eine AIF-KVG kann danach für Rechnung eines offenen inländischen Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen kurzfristige Kredite nur bis zur Höhe von 30 Prozent des Wertes des AIF aufnehmen. Die Regelung ist insoweit gleichlautend mit § 199 und § 221 Abs. 6 KAGB, die allerdings eine Begrenzung von 10 Prozent und 20 Prozent vorsehen.[62] Eine Zustimmung der Anleger ist insofern nicht erforderlich. Diese Regelung die mit dem InvÄndG eingeführt wurde brachte eine Erweiterung der Anlagegrenzen und bewirkt darüber hinaus auch eine Abgrenzung zu Hedgefonds,[63] die als entscheidendes Merkmal Leverage aufnehmen dürfen.[64]

24 Der Begriff „kurzfristig" darf daher, im Einklang mit der Verwaltungspraxis der BaFin,[65] keineswegs so verstanden werden, dass lediglich Liquiditätsengpässe überbrückt werden und Investitionszwecke nicht verfolgt werden dürfen.[66] Nicht abschließend geklärt ist was dann „kurzfristig" konkret bedeutet, die entsprechenden Wertungen liegen zwischen drei Monaten und zumindest nicht länger als ein Jahr.[67] Vergleicht man die kurzfristige Kreditaufnahme mit der Anlage in spiegelbildlichen, kurzfristigen Geldern (Geldmarktinstrumenten) wird vorliegend davon ausgegangen, dass eine **Kreditaufnahme bis zu 397 Tagen** zulässig ist. Anders als noch unter der Vorgängerregelung kann aufgrund des weggefallen Verweises auf §§ 199 und § 221 Abs. 6 KAGB nicht mehr davon ausgegangen werden, dass die **Marktüblichkeit der Darlehnsbedingungen** zu den unabdingbaren Voraussetzungen der Kreditaufnahme gehört.[68]

---

61 Vgl, dazu auch Berger/Steck/Lübbehüsen/*Fischer* InvG, § 90h Rn. 21 und Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Knöfler*/*Ghedina* InvG, § 90h Rn. 21.

62 § 91 Abs. 4 InvG nahm noch auf die entsprechenden Normen §§ 53 und § 90h Abs. 6 InvG direkt Bezug.

63 Vgl. InvÄndG, BTDrucks. 16/6874, S. 118.

64 Vgl. dazu die entsprechende Kommentierung bei § 283 KAGB, Rn. 14 ff.

65 Vgl. dazu den Fragenkatalog der BaFin zu § 53 InvG (Kreditaufnahme) v. 1. Dezember 2009 WA 41-WP 2136-2008/0053.

66 Vgl. Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Zirlewagen* InvG, § 91 Rn. 39.

67 Vgl. dazu ausführlich Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Zirlewagen* InvG, § 91 Rn. 40; *Baur* Investmentgesetze, KAGG, § 9 Rn. 32.

68 So noch zur Altregelung Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Zirlewagen* InvG, § 91 Rn. 41.

Soweit Kredite zulasten der im Sondervermögen befindlichen Immobilien aufgenommen werden, gilt § 254 KAGB entsprechend mit der Maßgabe, dass für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger Kredite nur bis zur Höhe von 50 Prozent des Verkehrswertes der im Sondervermögen befindlichen Immobilien aufgenommen werden dürfen, § 284 Abs. 4 Satz 2 KAGB. Die Kreditaufnahmegrenzen nach Abs. 4 Satz 1 und Satz 2 gelten insoweit nebeneinander.[69] **25**

F. Abdingbarkeit und Anwendung weiterer Regelungen

Im Rahmen des § 284 Abs. 2 KAGB stellt sich die Frage, inwieweit von weiteren nicht explizit in § 284 Abs. 2 bis 4 KAGB genannten Regelungen nicht abgewichen werden darf. Soweit eine Regelung nicht nur ausschließlich das Verhältnis der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft zu den Anlegern regelt sondern auch Rechte Dritter betroffen sind, ist davon auszugehen, dass eine solche Regelung nicht abbedungen werden kann.[70] **26**

Nach Ansicht der BaFin gehören die Regelungen des § 246 KAGB zu den abdingbaren Vorschriften, so dass auf die **Eintragung einer Verfügungsbeschränkung** zugunsten der Verwahrstelle bei offenen Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen mit Anlagemöglichkeit in Immobilien verzichtet werden kann. Dieses setz aber nach Ansicht der BaFin auch den expliziten Ausschluss von § 246 KAGB nach Maßgabe von § 284 Abs. 2 KAGB in den Anlagebedingungen des Spezial-AIF voraus. Andernfalls findet über die Vorschrift des § 246 Abs. 1 KAGB die Reglungen der §§ 84 Abs. 1 Nr. 3 und 83 Abs. 4 Nr. 1 KAGB sowie über die Vorschrift des § 246 Abs. 2 KAGB die Regelungen der §§ 87 und 69 Abs. 1, 2 und 4 KAGB Anwendung.[71] Da die Eintragung einer Verfügungsbeschränkung zugunsten der Verwahrstelle bei einem Immobilienfonds (zumindest in Deutschland) ein Kernelement der Überwachung bzw. Sicherstellung des Eigentums an den Immobilien darstellt, stellt sich aber die Frage, warum hiervon aus Anlegerschutzgesichtspunkten überhaupt abgewichen werden soll, auch wenn dieses rechtlich möglich ist. **27**

Ebenfalls zu den abdingbaren Vorschriften gehört § 245 KAGB.[72] Hierdurch besteht die Möglichkeit, dass bei offenen Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen mit Anlagemöglichkeit in Immobilien die Immobilien als **Vermögensgegenstände des Sondervermögens im Eigentum des Investors** bzw. der Investoren sich befinden. Diese in der Praxis häufig vorkommende Regelung hat den Vorteil das Immobilen grunderwerbsteuerneutral im Rahmen einer Sacheinlage in das Sondervermögen und auch wieder zurück überführt werden können, ohne das zu einem grunderwerbsteuerpflichtigen Rechtsträgerwechsel kommt. **28**

Nicht abbedungen werden kann die Regelung des § 242 KAGB, wonach ein Verstoß gegen die Regelungen zu Immobilien-Sondervermögen nicht zu einer **Unwirksamkeit des Rechtsgeschäftes** im Hinblick auf Immobilien-Transaktionen im Außenverhältnis führt. Hier aber ist zu berücksichtigen, dass im Rahmen des § 284 KAGB die Regelungen zu den Immobilien-Sondervermögen grds. abbedungen werden können. **29**

Fraglich ist außerdem, wie sich der Verweis in § 284 Abs. 2 Nr. 3 KAGB auf § 260 Abs. 3 KAGB auch im Hinblick auf die Regelungen in § 275 KAGB verhält. Nach dem Wortlaut v. **30**

---

69 Berger/*Steck*/Lübbehüsen InvG, § 91 Rn. 18.

70 Berger/*Steck*/Lübbehüsen InvG, § 91 Rn. 4; Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Zirlewagen* InvG, § 91 Rn. 39.

71 BaFin, Zur Frage der Genehmigungspflicht für die Auswahl der Verwahrstelle nach Maßgabe des § 284 Absatz 1 und 2 KAGB, WA 42-Wp 2136-2013/0284 vom 7. Oktober 2013.

72 Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Zirlewagen* InvG, § 91 Rn. 37; anderer Auffassung noch Berger/*Steck*/Lübbehüsen InvG, § 91 Rn. 4.

§ 284 Abs. 2 Nr. 3 KAGB muss § 260 Abs. 3 KAGB bei Abweichung v. generell anwendbaren Vorschriften unberührt bleiben. Lediglich die dort genannte Belastungsgrenze erhöht sich auf 50%. Das Bedeutet aber auch, dass v. der Regelung in § 260 Abs. 3 Nr. 2 KAGB nicht abgewichen werden kann. Insofern enthält § 260 Abs. 3 Nr. 2 KAGB die Ermächtigungsgrundlage für die **Zustimmungspflicht der Verwahrstelle** bei inländischen Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen soweit es sich um die in § 231 Abs. 1 KAGB genannten Vermögensgegenstände handelt. Eine (gleichlautende) allg. Regelung zur Zustimmung der Verwahrstelle wie für Publikumsfonds in § 84 Abs. 1 Nr. 3 KAGB gibt es nicht. Dementsprechend ist der Verweis in § 284 Abs. 2 Nr. 3 KAGB auf § 260 Abs. 3 KAGB zugleich *lex specialis* gegenüber der Regelung in § 275 KAGB, die insofern für die übrigen Vermögensgegenstände in dem Spezial-AIF Anwendung findet. Es können daher weder die Regelungen des § 260 Abs. 3 KAGB[73] noch die Regelungen des § 275 KAGB im Hinblick auf die Zustimmungspflicht der Verwahrstelle abbedungen werden.

73 Entsprechend zur Altregelung Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher/*Schultz-Süchting* InvG, § 82 Rn. 34.

ABSCHNITT 3
Vorschriften für geschlossene inländische Spezial-AIF

§ 285
Anlageobjekte

i.d.F. des KAGB v. 4.7.2013 (BGBl. I 2013, 1981)

Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft darf für das Investmentvermögen nur in Vermögensgegenstände investieren, deren Verkehrswert ermittelt werden kann.

Systematische Übersicht

A. Allgemeines —— 1
I. Entstehungsgeschichte —— 2
II. Inhalt und Zweck der Regelung —— 3
B. Kommentierung —— 4

A. Allgemeines

Die Regelung des § 285 führt den dritten Abschnitt des dritten Kapitels des KAGB an. Während der erste Abschnitt allgemeine Vorschriften für inländische Spezial-AIF enthält, enthalten die Abschnitte zwei und drei spezielle Regelungen für offene bzw. geschlossene inländische Spezial-AIF. **1**

Die AIFM-Richtlinie selbst enthält grundsätzlich keine Regeln auf Ebene der AIF, sondern nur für deren Verwalter. Bei der Umsetzung der europäischen Vorgaben hat der deutsche Gesetzgeber insoweit von seinem Recht Gebrauch gemacht, über den Regelungsgehalt der Richtlinie hinaus neben den Verwaltern von AIF auch die AIF zu regulieren (sog. „Gold-plating").

I. Entstehungsgeschichte

Während die finale Gesetzesfassung in § 285 ausschließlich regelt, in welche Vermögensgegenstände die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft für ein Investmentvermögen investieren darf, enthielt der Diskussionsentwurf in § 253 auch Aussagen über die Anlagegrenzen des AIF. Hierdurch sollten offene von geschlossenen Spezial-AIF besser abgegrenzt werden können. **2**

II. Inhalt und Zweck der Regelung

Durch die gesetzgeberische Begrenzung der Anlageobjekte eines inländischen geschlossenen Spezial-AIF auf solche Vermögensgegenstände, deren Verkehrswert ermittelt werden kann, soll eine Bewertung der Vermögensgegenstände und damit auch der Anteile an dem AIF ermöglicht werden. Dies erhöht die Transparenz der Anlage und dient folglich dem Anlegerschutz. **3**

B. Kommentierung

§ 285 legt fest, in welche Vermögensgegenstände eine AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft für einen geschlossenen inländischen Spezial-AIF investieren darf. **4**

„Spezial-AIF" sind AIF, deren Anteile auf Grund schriftlicher Vereinbarungen mit der Verwaltungsgesellschaft oder auf Grund der konstituierenden Dokumente des AIF **5**

ausschließlich von professionellen und semi-professionellen Anlegern gehalten werden dürfen.

6 „**Professionelle Anleger**" sind Anleger im Sinne des § 1 Absatz 19 Nummer 32.

7 „**Semi-professionelle Anleger**" sind Anleger im Sinne des § 1 Absatz 19 Nummer 33.

Im Gegensatz zu der Parallelvorschrift für geschlossene inländische Publikums-AIF enthält § 285 jedoch keinen Katalog von zulässigen Vermögensgegenständen. Stattdessen wird umrissartig festgelegt, dass eine AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft für das Investmentvermögen nur in solche Vermögensgegenstände investieren darf, deren Verkehrswert ermittelt werden kann.

8 Der „**Verkehrswert**" oder „gemeine Wert" wird nach § 9 BewG durch den Preis bestimmt, der im gewöhnlichen Geschäftsverkehr nach der Beschaffenheit des Wirtschaftsgutes bei einer Veräußerung zu erzielen wäre. Dabei sind alle Umstände, die den Preis beeinflussen, zu berücksichtigen. Ungewöhnliche oder persönliche Verhältnisse bleiben jedoch außer Betracht.

§ 286
Bewertung, Bewertungsverfahren und Bewerter; Häufigkeit der Bewertung

i.d.F. des KAGB v. 4.7.2013 (BGBl. I 2013, 1981)

(1) Für die Bewertung, das Bewertungsverfahren und den Bewerter gelten die §§ 168, 169 und 216 entsprechend.

(2) Für die Häufigkeit der Bewertung gilt § 272 entsprechend.

Systematische Übersicht

A. Allgemeines —— 1
I. Entstehungsgeschichte —— 2
II. Inhalt und Zweck der Regelung —— 3
B. Kommentierung
I. Bewertungsverfahren und Bewerter (Absatz 1) —— 4
1. Bewertungsverfahren —— 5
2. Bewerter —— 6
II. Häufigkeit der Bewertung (Absatz 2) —— 8

A. Allgemeines

1 § 286 legt für geschlossene inländische Spezial-AIF die Bewertungsmaßstäbe mit Blick auf das Bewertungsverfahren, den Bewerter und die Häufigkeit der Bewertung fest.

Die Regelung gehört zu den wenigen Anlagebeschränkungen, denen ein geschlossener inländischer Spezial-AIF unterliegt. Als produktbezogene Vorschrift ist sie nicht Bestandteil der AIFM-Richtlinie, sondern geht in erlaubter Weise über deren Umfang hinaus.

I. Entstehungsgeschichte

2 Der Inhalt der Vorschrift verteilte sich in dem ursprünglichen Diskussionsentwurf des KAGB auf die §§ 254 und 255. In der finalen Gesetzesfassung wurden die Regelungsgehalte in einer Vorschrift zusammengefasst.

II. Inhalt und Zweck der Regelung

Die Vorschrift verweist hinsichtlich des Bewertungsverfahrens und des Bewerters **3**
auf die für offene AIF-Publikumsinvestmentvermögen geltenden Vorschriften. Mit Blick auf die Häufigkeit der Bewertung wird auf die für geschlossene inländische Publikums-AIF geltende Regelung verwiesen.

Zweck der Regelung ist, einheitliche Maßstäbe für die Bewertung von Vermögensgegenständen zu schaffen und dadurch letztlich den Anlegerschutz zu erhöhen.

B. Kommentierung

I. Bewertungsverfahren und Bewerter

Die Vorschriften zum Bewertungsverfahren und zur Bewertung bei offenen AIF- **4**
Publikumsinvestmentgesellschaften gelten nach dem Willen des Gesetzgebers auch für geschlossene Spezial-AIF, da bereits die Vorschriften zu offenen Publikumsinvestmentvermögen im Wesentlichen auf der Umsetzung der AIFM-Richtlinie beruhen.[1] Über den Verweis in § 286 Absatz 1 sind daher für das Bewertungsverfahren und die Bewerter die §§ 168 und 169 anzuwenden.

1. Bewertungsverfahren. So enthält § 168 Absatz 1 die Berechnung des Nettoinven- **5**
tarwerts je Anteil oder je Aktie.

Der „**Nettoinventarwert**“ (auch „Net Asset Value“ oder „NAV“ genannt) beschreibt das Vermögen des AIF, das für die Berechnung des Werts der einzelnen Anteile oder Aktien entscheidend ist. Er ergibt sich aus dem Nettovermögen des jeweiligen AIF geteilt durch die Anzahl der insgesamt ausgegebenen Teile.

Der „**Wert des AIF**“ ergibt sich wiederum aus der Summe der Verkehrswerte seiner Vermögensgegenstände abzüglich der aufgenommenen Kredite und sonstigen Verbindlichkeiten. Existiert für die Vermögensgegenstände des geschlossenen Spezial-AIF kein Kurswert, ist nach § 168 Absatz 3 der Wert als Verkehrswert zugrunde zu legen, der bei sorgfältiger Einschätzung nach geeigneten Bewertungsmodellen unter Berücksichtigung der aktuellen Marktgegebenheiten angemessen ist.

§ 168 Absatz 7 verpflichtet die Kapitalverwaltungsgesellschaft alle angemessenen Maßnahmen zu ergreifen, um bei Erwerb oder Veräußerung der Vermögensgegenstände das bestmögliche Ergebnis für den AIF zu erzielen. Dabei gibt der Gesetzgeber einen Katalog mit gewichteten Kriterien vor, welchen die Kapitalverwaltungsgesellschaft zu beachten hat. Hierzu gehören u.a. die Merkmale des Auftrags sowie die Merkmale der Ausführungsplätze. Diese – ursprünglich für Sondervermögen in § 36 Absatz 2 InvG entwickelten – Kriterien sind jedoch inhaltlich nicht auf alle durch einen geschlossenen Spezial-AIF erwerbbaren Vermögensgegenstände übertragbar.

Die Kapitalverwaltungsgesellschaft ist nach § 169 Absatz 1 dazu verpflichtet, eine **interne Bewertungsrichtlinie** zu erstellen, die von den in § 169 Absatz 2 genannten Grundsätzen gekennzeichnet sein soll. Hiernach hat die Bewertung von Vermögensgegenständen unparteiisch und mit der gebotenen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit zu erfolgen. Die Bewertungsrichtlinie muss geeignete und kohärente Verfahren für eine ordnungsgemäße, transparente und unabhängige Bewertung der Vermögensgegenstände des Investmentvermögens festlegen.

---

1 BTDrucks. 17/12294.

6 **2. Bewerter.** Wer die Bewertung von Anteilen oder Aktien an geschlossenen inländischen Spezial-AIF vornehmen darf, ergibt sich aus § 216. Danach ist die Bewertung entweder **durch einen externen Bewerter oder von der Kapitalverwaltungsgesellschaft** selbst durchzuführen. Die Bestellung eines externen Bewerters entbindet die Kapitalverwaltungsgesellschaft nicht von ihrer für die ordnungsgemäße Bewertung bestehenden Verantwortung. Bei dem externen Bewerter kann es sich um eine natürliche oder eine juristische Person oder eine Personenhandelsgesellschaft handeln, die unabhängig von der Kapitalverwaltungsgesellschaft oder anderen Personen mit engen Verbindungen zum Spezial-AIF sein muss.

7 Für die Bestellung eines externen Bewerters gelten im Übrigen die in § 216 Absatz 2 genannten Nachweispflichten. Die Bestellung eines externen Bewerters ist nach § 216 Absatz 5 der BaFin mitzuteilen.

Ein bestellter externer Bewerter darf seine Bewertungsfunktion nach § 216 Absatz 4 nicht an Dritte delegieren.

II. Häufigkeit der Bewertung

8 Die erforderliche Häufigkeit der Bewertung von Anteilen oder Aktien an geschlossenen inländischen Spezial-AIF ergibt sich aus § 272.

Nach dessen Absatz 1 hat die Bewertung der Vermögensgegenstände und die Berechnung des Nettoinventarwerts je Anteil oder Aktie **mindestens einmal jährlich** zu erfolgen und darüber hinaus auch dann, wenn das Gesellschaftsvermögen des AIF erhöht oder herabgesetzt wird. § 272 Absatz 3 enthält darüber hinaus eine **Offenlegungspflicht** zulasten der Kapitalverwaltungsgesellschaft. Sie muss die Bewertungen der Vermögensgegenstände und die Berechnungen des Nettoanteilswerts gegenüber den Anlegern offen legen.

§ 287
Geltungsbereich

i.d.F. des KAGB v. 4.7.2013 (BGBl. I 2013, 1981); zuletzt geändert durch Artikel 2 des Gesetzes vom 15.7.2014 (BGBl. I S 934)

(1) Die §§ 287 bis 292 sind anzuwenden auf AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften,

1. **die AIF verwalten, die entweder allein oder gemeinsam aufgrund einer Vereinbarung die Erlangung von Kontrolle gemäß § 288 Absatz 1 über ein nicht börsennotiertes Unternehmen zum Ziel haben;**
2. **die mit einer oder mehreren AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften aufgrund einer Vereinbarung zusammenarbeiten, gemäß der die von diesen AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften verwalteten AIF die Kontrolle gemäß § 288 Absatz 1 über ein nicht börsennotiertes Unternehmen erlangen.**

(2) Die §§ 287 bis 292 sind nicht anzuwenden, wenn das nicht börsennotierte Unternehmen.

(3) Unbeschadet der Absätze 1 und 2 ist § 289 Absatz 1 auch auf AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften anzuwenden, die AIF verwalten, die eine Minderheitsbeteiligung an einem nicht börsennotierten Unternehmen erlangen.

(4) § 290 Absatz 1 bis 3 und § 292 sind auch auf AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften anzuwenden, die solche AIF verwalten, die Kontrolle in Bezug auf einen

Emittenten im Sinne von Artikel 2 Absatz 1 Buchstabe der Richtlinie 2004/109/EG erlangen,

1. **der seinen satzungsmäßigen Sitz in der Europäischen Union oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum hat und**
2. **dessen Wertpapiere im Sinne von Artikel 4 Absatz 1 Nummer 14 der Richtlinie 2004/39/EG zum Handel auf einem organisierten Markt im Sinne von § 2 Absatz 5 des Wertpapierhandelsgesetzes zugelassen sind.**

Für die Zwecke dieser Paragraphen gelten die Absätze 1 und 3 entsprechend.

(5) Die §§ 287 bis 292 gelten, vorbehaltlich der Bedingungen und Beschränkungen, die in Artikel 6 der Richtlinie 2002/14/EG 2002/14/EG festgelegt sind.

Systematische Übersicht

A. Allgemeines — 1
  I. Entstehungsgeschichte — 2
  II. Inhalt und Zweck der Regelung — 3
B. Kommentierung
  I. Anwendbarkeit der §§ 287 bis 292 (Absatz 1) — 4
    1. Verwalteter AIF erlangt Kontrolle (Absatz 1 Nummer 1, 1. Variante) — 5
    2. Verwaltete AIF erlangen gemeinsam Kontrolle (Absatz 1 Nummer 1, 2. Variante) — 6
    3. Kooperierende AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft verwaltet AIF, der Kontrolle erlangt (Absatz 1 Nummer 2, 1. Variante) — 7
    4. Kooperierende AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften verwalten AIF, die Kontrolle erlangen (Absatz 1 Nummer 2, 2. Variante) — 8
  II. Ausschluss der Anwendbarkeit bei bestimmten Unternehmen (Absatz 2) — 11
    1. Kleine und mittlere nicht börsennotierte Unternehmen — 12
    2. Zweckgesellschaften — 13
  III. Anwendbarkeit des § 289 im Falle von Minderheitsbeteiligungen (Absatz 3) — 14
  IV. Anwendbarkeit der §§ 290 und 292 auf Unternehmen mit Sitz in der EU (Absatz 4) — 15
  V. Anwendungsvorbehalt im Hinblick auf die Richtlinie 2002/14/EG (Absatz 5) — 20

A. Allgemeines

§ 266 setzt die in Artikel 4 Absatz 1 Buchstabe t und Artikel 26 Absatz 1 bis 4 und 6 der AIFM-Richtlinie genannten Vorgaben um. **1**

Die Regelung legt fest, dass AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften, die AIF verwalten, die die Kontrolle über nicht börsennotierte Unternehmen und Emittenten erlangen, die in den §§ 287 bis 292 genannten besonderen Vorschriften zu beachten haben. Sie findet in erster Linie für Private-Equity-AIF Anwendung.

I. Entstehungsgeschichte

Die in den §§ 288 bis 292 enthaltenen Kontrollvorschriften nebst des in § 287 festgelegten Geltungsbereichs waren bereits Bestandteil des Diskussionsentwurfs zum KAGB, dort noch unter den §§ 256 ff. KAGB-E. § 287 wurde dabei nahezu inhaltsgleich, jedoch mit einigen formellen Änderungen, in die finale Fassung des KAGB aufgenommen. **2**

II. Inhalt und Zweck der Regelung

3 Bereits die im Diskussionsentwurf verwendete Überschrift der Regelung verdeutlicht, an welche Adressaten sich die Regelung hauptsächlich richtet. Mit Hilfe der in den §§ 288 bis 292 enthaltenen Vorschriften möchte der Gesetzgeber insbesondere Private-Equity-Fonds dazu verpflichten, bei Erlangung der Kontrolle über nicht börsennotierte Unternehmen bestimmte Publizitätserfordernisse zu beachten, um eine „heimliche" Änderung der wesentlichen Beteiligungsverhältnisse zu verhindern.

Damit dienen die Vorschriften vor allem dem Schutz der übrigen Beteiligten und auch dem Schutz des Rechtsverkehrs im Allgemeinen.

B. Kommentierung

I. Anwendbarkeit der §§ 287 bis 292 (Absatz 1)

4 Die in den §§ 288 ff. enthaltenen Kontrollvorschriften sind aufgrund der in Absatz 1 enthaltenen, abschließenden Aufzählung nur in vier Fällen anwendbar:

5 **1. Verwalteter AIF erlangt Kontrolle (Absatz 1 Nummer 1, 1. Variante).** Wenn eine AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft AIF verwaltet, die alleine die Kontrolle über ein nicht börsennotiertes Unternehmen erlangen.

6 **2. Verwaltete AIF erlangen gemeinsam Kontrolle (Absatz 1 Nummer 1, 2. Variante).** Wenn eine AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft AIF verwaltet, die gemeinsam aufgrund einer Vereinbarung die Kontrolle über ein nicht-börsennotiertes Unternehmen erlangen.

7 **3. Kooperierende AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft verwaltet AIF, der Kontrolle erlangt (Absatz 1 Nummer 2, 1. Variante).** Wenn eine AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft mit einer AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft aufgrund einer Vereinbarung zusammenarbeitet, gemäß der die von dieser AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft verwalteten AIF die Kontrolle über ein nicht börsennotiertes Unternehmen erlangen.

8 **4. Kooperierende AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften verwalten AIF, die Kontrolle erlangen (Absatz 1 Nummer 2, 2. Variante).** Wenn eine AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft mit mehreren AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften aufgrund einer Vereinbarung zusammenarbeitet, gemäß der die von diesen AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften verwalteten AIF die Kontrolle über ein nicht börsennotiertes Unternehmen erlangen.

„**Nicht börsennotierte Unternehmen**" sind nach § 1 Absatz 19 Nummer 27 solche Unternehmen, die ihren satzungsmäßigen Sitz in der Europäischen Union haben und deren Anteile im Sinne von Artikel 4 Absatz 1 Nummer 14 der MiFID-Richtlinie[1] nicht zum Handel an einem regulierten Markt zugelassen sind.

Der Begriff „**regulierter Markt**" ist gleichzusetzen mit dem Begriff „geregelter Markt", wie ihn die MiFID-RL verwendet. Ein „geregelter Markt" im Sinne des Artikel 4 Absatz 1 Nummer 14 MiFID-RL ist ein multilaterales System, das Angebot und Nachfrage

1 Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente (ABl. L 145 v. 30.4.2004, S. 1).

beim Handel von Finanzinstrumenten innerhalb des Systems zusammenführt und diese Zusammenführung der Interessen aktiv fördert. Da der Begriff „geregelter Markt" bereits durch ein Marktsegment im Wertpapierhandel vergeben ist, hat der deutsche Gesetzgeber den Begriff als „**organisierten Markt**" bezeichnet. Das KAGB definiert den „organisierten Markt" als einen Markt, der anerkannt und für das Publikum offen ist und dessen Funktionsweise ordnungsgemäß ist, sofern nicht ausdrücklich etwas anderes bestimmt ist. Weswegen das KAGB an dieser Stelle keine einheitlichen Begriffe verwendet, ist unklar.

Wann ein AIF die „Kontrolle" über ein nicht börsennotiertes Unternehmen erlangt, regelt § 288 Absatz 1. Danach bedeutet „**Kontrolle**" im Falle nicht börsennotierter Unternehmen die Erlangung von mehr als 50% der Stimmrechte dieser Unternehmen. Ähnlich wie bei der Prüfung eines beherrschenden Einflusses zwischen Mutter- und Tochterunternehmen (§ 290 Abs. 2 HGB) stellt der Gesetzgeber eine unwiderlegbare Regelvermutung auf, die sich an der Stimmrechtsverteilung innerhalb der Gesellschaft orientiert. Hinsichtlich der Berechnung des Anteils an Stimmrechten gilt § 288 Absatz 2. **9**

Bei dem in Absatz 1 Nummer 2 verwendeten Wort „zusammenarbeiten" handelt es sich um einen unbestimmten Rechtsbegriff. An die „Zusammenarbeit" sind jedoch keine formellen Voraussetzungen zu knüpfen. Um dem Gesetzeszweck Rechnung zu tragen, ist eine faktische Kooperation bereits ausreichend. **10**

II. Ausschluss der Anwendbarkeit bei bestimmten Unternehmen (Absatz 2)

Nach Absatz 2 sind die Kontrollvorschriften der §§ 287 bis 292 jedoch nicht ausnahmslos auf alle nicht börsennotierten Unternehmen anzuwenden. **11**

1. Kleine und mittlere nicht börsennotierte Unternehmen. Vielmehr gelten sie nicht, wenn es sich bei dem nicht börsennotierten Unternehmen um ein kleineres oder mittleres Unternehmen handelt. Der **Begriff des „kleinen" oder „mittleren" Unternehmen** ist der Definition der Kleinstunternehmen sowie der kleinen und mittleren Unternehmen zu entnehmen, welche die Europäische Kommission aufgestellt hat.[2] Nach Artikel 2 Absatz 1 des Anhangs wird ein „**kleines Unternehmen**" definiert als ein Unternehmen, das weniger als 50 Mitarbeiter beschäftigt und dessen Umsatz oder Jahresbilanz 10 Mio. € nicht überschreiten. Bei einem „**mittleren Unternehmen**" handelt es sich um ein Unternehmen, das weniger als 250 Mitarbeiter beschäftigt und dessen Umsatz 50 Mio. € oder dessen Jahresbilanz 43 Mio. € nicht überschreiten. **12**

2. Zweckgesellschaften. Ferner sind die §§ 287 bis 292 nicht anzuwenden, wenn es sich bei dem nicht-börsennotierten Unternehmen um eine Zweckgesellschaft für den Erwerb, den Besitz oder die Verwaltung von Immobilien handelt. **13**

Was als „**Zweckgesellschaft**" gilt, ist dem KAGB nicht zu entnehmen. Der Begriff wird jedoch in § 290 Absatz 2 Nummer 4 HGB legaldefiniert. Danach handelt es sich bei einer Zweckgesellschaft um ein Unternehmen, das zur Erreichung eines eng begrenzten und genau definierten Ziels des Mutterunternehmens dient.

---

2 Empfehlung 2003/361/EG der Kommission vom 6. Mai 2003 betreffend die Definition der Kleinstunternehmen sowie der kleinen und mittleren Unternehmen (ABl. 124 v. 20.5.2003).

III. Anwendbarkeit des § 289 im Falle von Minderheitsbeteiligungen (Absatz 3)

14 § 289 verpflichtet die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft zur Mitteilung gegenüber der BaFin, wenn ein von ihr verwalteter AIF die Kontrolle über ein nicht börsennotiertes Unternehmen erlangt.

Nach Absatz 3 soll diese Mitteilungspflicht auch auf AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften anwendbar sein, die solche AIF verwalten, die eine Minderheitsbeteiligung an einem nicht börsennotierten Unternehmen erlangen.

Was eine **Minderheitsbeteiligung** ist, besagen die §§ 287 ff. nicht. Eine Legaldefinition dieses Begriffs enthält dagegen § 234 Absatz 2. Danach liegt eine Minderheitsbeteiligung vor, wenn die sich beteiligende Gesellschaft nicht die für eine Änderung der Satzung erforderliche Stimmen- und Kapitalmehrheit hat.

Nach § 289 Absatz 5 muss die Mitteilung gegenüber der BaFin so rasch wie möglich, aber nicht später als zehn Arbeitstage nach dem Tag, an dem der AIF die entsprechende Kontrolle oder Minderheitsbeteiligung erlangt hat, erfolgen. Die Formulierung „**so rasch wie möglich**" ist gleichzusetzen mit der Bedeutung des Begriffs „unverzüglich" im Sinne des § 121 Absatz 1 BGB. Die Mitteilung muss seitens der KVG ohne schuldhaftes Zögern bzw. in der o.g. Frist von zehn Arbeitstagen nach dem Erwerb der Beteiligung gegenüber der BaFin erfolgen.

IV. Anwendbarkeit der §§ 290 und 292 auf Unternehmen mit Sitz in der EU (Absatz 4)

15 Nach Absatz 4 sind die in § 290 Absatz 1 bis 3 sowie in § 292 enthaltenen Regelungen auch auf AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften anzuwenden, die AIF verwalten, die die Kontrolle über einen Emittenten im Sinne des Artikels 2 Absatz 1 Buchstabe d der europäischen Transparenzrichtlinie[3] erlangen. Ursprünglich beschränkte sich der Adressatenkreis der Regelung auf AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften, deren verwaltete AIF ihren Sitz in der Europäischen Union haben. Durch das KAGB-Reparaturgesetz[4] wurde der Geltungsbereich auch auf andere Vertragsstaaten des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum erweitert.

„**Emittent**" im Sinne des Artikel 2 Absatz 1 Buchstabe d der Transparenzrichtlinie ist jede juristische Person des privaten oder öffentlichen Rechts innerhalb der EU, einschließlich eines Staates, deren Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, wobei im Falle von Zertifikaten, die Wertpapiere vertreten, als Emittent der Emittent der vertretenen Wertpapiere gilt. Bei der Übernahme der Kontrolle über derartige Unternehmen durch einen von ihr verwalteten AIF muss die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft die in § 290 Absatz 1 bis 3 enthaltenen Offenlegungspflichten sowie die in § 292 enthaltenen Vorschriften zur Vermeidung der Zerschlagung des Unternehmens beachten.

16 **§ 290 Absatz 1** beschreibt den Adressaten der Offenlegungspflicht. Danach erfolgt die Offenlegung der Übernahme der Kontrolle durch die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft gegenüber dem übernommenen Unternehmen, dessen Anteilseignern sowie gegenüber der BaFin.

---

3 Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 15.12.2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG.

4 Entwurf eines Gesetzes zur Anpassung von Gesetzen auf dem Gebiet des Finanzmarktes s. BTDrucks. 18/1305.

Den Umfang der offenzulegenden Informationen regelt **§ 290 Absatz 2**. Hierzu gehört unter anderem die Identität der die erwerbenden AIF verwaltenden AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften, deren Grundsätze zur Vermeidung und Steuerung von Interessenskonflikten sowie eine Beschreibung der Grundsätze der internen und externen Kommunikation des erworbenen Unternehmens. **17**

§ 290 Absatz 3 besagt, dass mit der Offenlegung gegenüber dem erworbenen Unternehmen dessen Vorstand ersucht werden soll, die in § 290 Absatz 2 enthaltenen Informationen den Arbeitnehmern entweder unmittelbar oder über Arbeitnehmervertreter bekannt zu machen. **18**

§ 292 verpflichtet die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft, innerhalb von 24 Monaten nach Übernahme der Kontrolle oder einer Minderheitsbeteiligung durch den jeweiligen AIF, bestimmte Kapitalmaßnahmen unter dessen Beteiligung zu unterlassen. Hierdurch soll die Zerschlagung des Unternehmens, dessen Anteile erworben wurden, vermieden werden. **19**

V. Anwendungsvorbehalt im Hinblick auf die Richtlinie 2002/14/EG (Absatz 5)

Nach Absatz 5 gelten die §§ 287 bis 292 nur, soweit in Artikel 6 der Richtlinie 2002/14/EG[5] keine Bedingungen oder Beschränkungen enthalten sind, die der Anwendung entgegenstehen. **20**

Artikel 6 der Richtlinie 2002/14/EG begrenzt den nach §§ 287 bis 292 erforderlichen Informationsfluss. Nach Absatz 1 müssen die Mitgliedstaaten in einzelstaatlichen Rechtsvorschriften regeln, dass es den Arbeitnehmervertretern und den sie etwaig unterstützenden Sachverständigen untersagt ist, als vertraulich mitgeteilte Informationen an Arbeitnehmer oder Dritte weiterzugeben. Nach Absatz 2 kann der Arbeitgeber in besonderen Fällen von der Unterrichtungs- und/oder Anhörungspflicht entbunden werden. Die Entbindung setzt voraus, dass die Unterrichtung bzw. Anhörung nach objektiven Kriterien die Tätigkeit des Unternehmens erheblich beeinträchtigen oder dem Unternehmen schaden kann.

§ 288
Erlangen von Kontrolle

i.d.F. des KAGB v. 4.7.2013 (BGBl. I 2013, 1981)

(1) Für die Zwecke der §§ 287 bis 292 bedeutet Kontrolle im Fall nicht börsennotierter Unternehmen die Erlangung von mehr als 50 Prozent der Stimmrechte dieser Unternehmen.

(2) Bei der Berechnung des Anteils an den Stimmrechten, die von den entsprechenden AIF gehalten werden, werden zusätzlich zu von dem betreffenden AIF direkt gehaltenen Stimmrechten auch die folgenden Stimmrechte berücksichtigt, wobei die Kontrolle gemäß Absatz 1 festgestellt wird:

1. **von Unternehmen, die von dem AIF kontrolliert werden, und**
2. **von natürlichen oder juristischen Personen, die in ihrem eigenen Namen, aber im Auftrag des AIF oder eines vom AIF kontrollierten Unternehmens handeln.**

5 Richtlinie 2002/14/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 11.3.2004 zur Festlegung eines allgemeinen Rahmens für die Unterrichtung und Anhörung der Arbeitnehmer in der Europäischen Gemeinschaft.

Der Anteil der Stimmrechte wird ausgehend von der Gesamtzahl der mit Stimmrechten versehenen Anteile berechnet, auch wenn die Ausübung dieser Stimmrechte ausgesetzt ist.

(3) Kontrolle in Bezug auf Emittenten wird für die Zwecke der §§ 290 und 292 gemäß Artikel 5 Absatz 3 der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote (ABl. L 142 vom 30.4.2004, S. 12) definiert.

Systematische Übersicht

A. Allgemeines —— 1
I. Entstehungsgeschichte —— 2
II. Inhalt und Zweck der Regelung —— 3
B. Kommentierung
I. Begriff der Kontrolle (Absatz 1) —— 4
II. Berechnung des Anteils an Stimmrechten (Absatz 2) —— 5
III. Begriff der Kontrolle in Bezug auf Emittenten (Absatz 3) —— 6

A. Allgemeines

1 Die Regelung enthält neben einer Erläuterung des Begriffs „Kontrolle" auch Hinweise zu der diesbezüglichen Berechnung des Anteils an den Stimmrechten.

§ 288 setzt damit Artikel 26 Absatz 5 der AIFM-Richtlinie um.

I. Entstehungsgeschichte

2 Im ersten Entwurf des KAGB befand sich die Vorschrift noch unter § 257. Inhaltlich ist sie jedoch unverändert in die finale Fassung übernommen worden und setzt so Artikel 26 Absatz 5 der AIFM-Richtlinie um.

II. Inhalt und Zweck der Regelung

3 Für die Zwecke der §§ 287 bis 292 definiert die Regelung, unter welchen Voraussetzungen von der Erlangung der Kontrolle über ein nicht börsennotiertes Unternehmen auszugehen ist.

Der Zweck der Regelung und ihrer benachbarten Vorschriften besteht darin, die heimliche Übernahme von nicht börsennotierten Unternehmen durch inländische geschlossene Spezial-AIF, vorwiegend in Gestalt von Private-Equity-Fonds, zu vermeiden.

B. Kommentierung

I. Begriff der Kontrolle (Absatz 1)

4 Nach Absatz 1 übernimmt derjenige die Kontrolle über ein nicht börsennotiertes Unternehmen, der mehr als 50 Prozent der Stimmrechte daran erlangt (ähnlich § 290 Abs. 2 HGB).

Bei einem „**Stimmrecht**" handelt es sich um die Befugnis des Mitglieds einer Gesellschaft zur Teilnahme an der Willensbildung durch Beschlüsse. Die Ausübung des Stimmrechts erfolgt in der Regel im Rahmen der Gesellschafter- bzw. Hauptversammlung. Stimmrechte gewähren Nennwertaktien nach ihrem Nennwert, Stückaktien nach der Zahl der Stücke.[1]

1 Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn/*Goette* HGB, § 119 Rn. 8–9.

II. Berechnung des Anteils an Stimmrechten (Absatz 2)

Absatz 2 enthält Hinweise für die Berechnung des Anteils an Stimmrechten. **5**
Danach sind zusätzlich zu den von dem betroffenen AIF direkt gehaltenen auch Stimmrechte

a) von Unternehmen, die von dem betroffenen AIF kontrolliert werden sowie
b) von natürlichen und juristischen Personen, die in ihrem eigenen Namen, aber im Auftrag des betroffenen AIF oder eines von dem AIF kontrollierten Unternehmens

mit in die Berechnung des gesamten Stimmrechtsanteils einzubeziehen. Ob die Ausübung eines einzelnen Stimmrechts ausgesetzt ist, ist für die Berechnung irrelevant. Maßgebend ist die Zahl aller Stimmrechte, die der betreffende AIF mittel- oder unmittelbar hält.

III. Begriff der Kontrolle in Bezug auf Emittenten (Absatz 3)

Nach Absatz 3 wird Kontrolle in Bezug auf einen Emittenten hinsichtlich der §§ 290 und 292 gemäß Artikel 5 Absatz 3 der Richtlinie 2004/25/EG definiert. Die Regelung ist erforderlich, da die §§ 290 bis 292 nicht nur Publizitätspflichten vorsehen, wenn ein AIF die Kontrolle über ein nicht börsennotiertes Unternehmen erlangt, sondern auch bei Erlangung der Kontrolle über einen Emittenten. **6**

„**Emittent**" im Sinne der AIFM-RL[2] ist jeder Emittent im Sinne von Artikel 2 Absatz 1 Buchstabe d der Richtlinie 2004/109/EG, der seinen satzungsmäßigen Sitz in der Union hat, und dessen Wertpapiere im Sinne von Artikel 4 Absatz 1 Nummer 14 der MiFID zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind. „Emittent" im Sinne von Art. 2 Absatz 1 Buchstabe d der Richtlinie 2004/109/EG (sog. „Transparenzrichtlinie") ist eine juristische Person des privaten oder öffentlichen Rechts, einschließlich eines Staates, deren Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind, wobei im Falle von Zertifikaten, die Wertpapiere vertreten, als Emittent der Emittent der vertretenen Wertpapiere gilt.

Artikel 5 Absatz 3 der Richtlinie 2004/25/EG (sog. „Übernahmerichtlinie") besagt schließlich, dass der prozentuale Anteil der Stimmechte, der eine Kontrolle begründet, sowie die Art der Berechnung dieses Anteils sich nach den Vorschriften desjenigen Mitgliedstaats richten, in dem die Gesellschaft ihren Sitz hat. Steht der Kontrollerwerb bei einem Emittenten durch einen AIF in Frage, kommt es für die Berechnung des prozentualen Anteils der Stimmrechte somit auf das Recht des Sitzstaates des Emittenten an.

§ 289
Mitteilungspflichten

(1) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft unterrichtet die Bundesanstalt, wenn der Anteil der Stimmrechte des nicht börsennotierten Unternehmens, der von dem AIF gehalten wird, durch Erwerb, Verkauf oder Halten von Anteilen an dem nicht börsennotierten Unternehmen die Schwellenwerte von 10 Prozent, 20 Prozent, 30 Prozent, 50 Prozent und 75 Prozent erreicht, überschreitet oder unterschreitet.

(2) Erlangt ein AIF allein oder gemeinsam mit anderen AIF die Kontrolle über ein nicht börsennotiertes Unternehmen gemäß § 287 Absatz 1 in Verbindung mit

2 Art. 4 Absatz 1 Buchstabe t.

§ 288 Absatz 1, informiert die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft die folgenden Stellen über den Kontrollerwerb:

1. das nicht börsennotierte Unternehmen,
2. die Anteilseigner, soweit deren Identität und Adresse der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft
   a) vorliegen,
   b) von dem nicht börsennotierten Unternehmen zur Verfügung gestellt werden können oder
   c) über ein Register, zu dem die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft Zugang hat oder erhalten kann, zur Verfügung gestellt werden können und
3. die Bundesanstalt.

(3) Die Mitteilung nach Absatz 2 erhält die folgenden zusätzlichen Angaben:

1. die sich hinsichtlich der Stimmrechte ergebende Situation,
2. die Bedingungen, unter denen die Kontrolle erlangt wurde, einschließlich Nennung der einzelnen beteiligten Anteilseigner, der zur Stimmabgabe in ihrem Namen ermächtigten natürlichen oder juristischen Personen und gegebenenfalls der Beteiligungskette, über die die Stimmrechte tatsächlich gehalten werden,
3. das Datum, an dem die Kontrolle erlangt wurde.

(4) In seiner Mitteilung nach Absatz 2 Nummer 1 ersucht die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft den Vorstand des Unternehmens, entweder die Arbeitnehmervertreter oder, falls es keine solchen Vertreter gibt, die Arbeitnehmer selbst unverzüglich von der Erlangung der Kontrolle durch den AIF und von den Informationen gemäß Absatz 3 in Kenntnis zu setzen. Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft bemüht sich nach besten Kräften sicherzustellen, dass der Vorstand entweder die Arbeitnehmervertreter oder, falls es keine solchen Vertreter gibt, die Arbeitnehmer selbst ordnungsgemäß informiert.

(5) Die Mitteilungen gemäß den Absätzen 1, 2 und 3 werden so rasch wie möglich, aber nicht später als zehn Arbeitstage nach dem Tag, an dem der AIF die entsprechende Schwelle erreicht, über- oder unterschritten hat oder die Kontrolle über das nicht börsennotierte Unternehmen erlangt hat, gemacht.

Schrifttum

Burgard/*Heimann* Das neue Kapitalanlagegesetzbuch, WM **2014** 821; *Eidenmüller* Regulierung von Finanzinvestoren, DStR **2007** 2116; *Grohmann* Das Informationsmodell im Europäischen Gesellschaftsrecht, 2006; *Hägele* Praxisrelevante Probleme der Mitteilungspflichten nach §§ 20, 21 AktG, NZG **2000** 726; *van Kann*/*Redeker*/*Keiluweit* Überblick über das Kapitalanlagengesetzbuch (KAGB), DStR **2013** 1483; *Kramer*/*Recknagel* Die AIFM-Richtlinie – Neuer Rechtsrahmen für die Verwaltung alternativer Investmentfonds, DB **2011** 2077; *Möllers*/*Harrer*/*Krüger* Die Regelung von Hedgefonds und Private Equity durch die neue AIFM-Richtlinie, WM **2011** 1537; *Reichold* Durchbruch zu einer europäischen Betriebsverfassung – Die Rahmen-Richtlinie 2002/EG/14 zur Unterrichtung und Anhörung der Arbeitnehmer, NZA **2003** 289; *Seibert*/*Wedemann* Der Schutz der Privatanschrift im elektronischen Handels- und Unternehmensregister, GmbHR **2007** 17; *Ulrici* Geschäftsähnliche Handlungen, NJW **2003** 2053; *Viciano-Gofferje* Neue Transparenzanforderungen für Private Equity Fonds nach dem Kapitalanlagegesetzbuch, BB **2013** 2506; *Volhard*/*Qalqili* Private Equity und AIFM-Richtlinie, Corporate Finance Law **2014** 202; *Wansleben* Derivative Finanzinstrumente und Meldepflichten nach dem WpHG, StudZR **2009** 465; *Weitnauer* Das Übernahmesonderrecht des KAGB und seine Auswirkungen auf die Private-Equity-Branche, AG **2013** 672; *Zetzsche* Anteils- und Kontrollerwerb an Zielgesellschaften durch Verwalter alternativer Investmentfonds, NZG **2012** 1164.

Systematische Übersicht

A. Überblick — 1
B. Entstehungsgeschichte — 3
C. Normzweck — 4
D. Unterrichtung der BaFin bei Veränderungen der Beteiligungshöhe (Abs. 1) — 10
  I. Voraussetzungen der Unterrichtungspflicht — 11
    1. AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft als Unterrichtungspflichtige — 11
    2. Beteiligung an einem nicht börsennotierten Unternehmen — 15
    3. Berührung der Schwellenwerte — 18
      a) Erwerb, Verkauf oder Halten von Anteilen — 19
      b) Berechnung des Anteils der Stimmrechte — 23
  II. Rechtsfolge: Unterrichtungspflicht — 27
    1. BaFin als Unterrichtungsadressatin — 27
    2. Inhalt der Unterrichtung — 29
    3. Form der Unterrichtung — 31
    4. Unterrichtungsfrist — 32
E. Informationspflichten bei Kontrollerlangung (Abs. 2–4) — 33
  I. Voraussetzungen der Mitteilungspflicht — 34
  II. Rechtsfolge: Mitteilungspflicht — 36
    1. Mitteilungsadressaten — 36
      a) Zielgesellschaft (Abs. 2 Nr. 1) — 37
      b) Anteilseigner der Zielgesellschaft (Abs. 2 Nr. 2) — 38
      c) BaFin (Abs. 2 Nr. 3) — 42
      d) Arbeitnehmer (Abs. 4) — 43
    2. Inhalt der Mitteilung — 50
    3. Form der Mitteilung — 55
    4. Mitteilungsfrist — 56
F. Rechtzeitigkeit der Information (Abs. 5) — 57
G. Rechtsfolgen bei Verstößen gegen die Unterrichtungs- bzw. Mitteilungspflicht — 60

A. Überblick

§ 289 statuiert Informationspflichten der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft bei Veränderungen des von dem AIF gehaltenen Anteils an nicht börsennotierten Unternehmen. Diese Informationspflichten entstehen zum einen, wenn der Anteil des AIF an einem nicht börsennotierten Unternehmen bestimmte Schwellenwerte erreicht, überschreitet oder unterschreitet (Abs. 1), und zum anderen, wenn der AIF allein oder gemeinsam mit anderen AIF die Kontrolle über ein nicht börsennotiertes Unternehmen gem. § 287 Abs. 1 i.V.m. § 288 Abs. 1 erlangt (Abs. 2–4). **1**

Das Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten von Schwellenwerten hat gem. Abs. 1 lediglich eine Unterrichtungspflicht gegenüber der BaFin zur Folge. Inhaltliche Vorgaben, die über ein bloßes „In-Kenntnis-setzen" hinausgehen, enthält Abs. 1 nicht. Dagegen besteht bei Erlangung der Kontrolle gem. Abs. 2 eine Pflicht zur Mitteilung nicht nur gegenüber der BaFin, sondern auch gegenüber dem nicht börsennotierten Unternehmen und dessen Anteilseignern; ferner mittelbar gegenüber dessen Arbeitnehmervertretern bzw. Arbeitnehmern (Abs. 4). Zudem erschöpft sich die Mitteilung nicht in einem bloßen „In-Kenntnis-setzen", sondern muss bestimmte inhaltliche Angaben (Abs. 3) enthalten. Sowohl im Falle von Abs. 1 als auch im Falle von Abs. 2–4 muss die Information spätestens zehn Arbeitstage nach dem Eintritt des Ereignisses erfolgen, das die Informationspflicht auslöst (Abs. 5). **2**

B. Entstehungsgeschichte

3 Durch § 289 wird Art. 27 AIFM-Richtlinie in deutsches Recht umgesetzt.[1] Beide Normen sind identisch aufgebaut. Die deutsche Fassung von Art. 27 Abs. 2 AIFM-Richtlinie (Mitteilungspflicht bei Kontrollerlangung) ist allerdings missverständlich formuliert. Dort heißt es:

> „Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass, wenn ein AIF allein oder gemeinsam[2] die Kontrolle über ein nicht börsennotiertes Unternehmen gemäß Artikel 26 Absatz 1 in Verbindung mit Absatz 5 des genannten Artikels erlangt, der AIFM, der den betreffenden AIF verwaltet, *Folgendes in Bezug auf den Kontrollerwerb durch den AIF mitteilt:*
> a) das nicht börsennotierte Unternehmen;
> b) die Anteilseigner (...); und
> c) die zuständigen Behörden des Herkunftsmitgliedstaats des AIFM."

Das börsennotierte Unternehmen, die Anteilseigner und die zuständige Behörde sind aber nicht Gegenstand, sondern Adressaten der von dem AIFM zu übermittelnden Informationen. Dies ist aus den übrigen Sprachfassungen der Richtlinie klar ersichtlich. Der deutsche Gesetzgeber hat daher Art. 27 Abs. 2 der AIFM-Richtlinie korrekt umgesetzt, indem er für den Fall der Kontrollerlangung eine Informationspflicht der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft *gegenüber* den in Abs. 2 Nr. 1–3 genannten Adressaten normiert hat.

C. Normzweck

4 § 289 dient der Umsetzung von Art. 27 AIFM-Richtlinie und ist wegen der unionsrechtlichen Verpflichtung der europäischen Mitgliedstaaten zur Umsetzung von Richtlinien in nationales Recht[3] rechtspolitisch alternativlos. Ein über die Erfüllung der Umsetzungspflicht hinausgehender Normzweck des § 289 bzw. ein Normzweck des zugrunde liegenden Art. 27 AIFM-Richtlinie ist allerdings nur schwer ergründbar. Die Anteilseigner von Gesellschaften sind aufgrund ihrer eigenen vielfältigen Informationsbedürfnisse typischerweise Informationsadressaten; dass ihnen gesetzliche Informationspflichten auferlegt werden, ist eher die Ausnahme als die Regel[4] und bedarf daher näherer Begründung.

5 Vordergründig dienen die in Art. 27 AIFM-Richtlinie statuierten Informationspflichten der Transparenz bei einer Veränderung der Beteiligungshöhe bzw. beim Kontrollerwerb durch AIF;[5] daneben wird die Regelung ganz allgemein auf das Bedürfnis nach einer stärkeren Regulierung und Kontrolle von Investmentfonds und ihren Managern durch die zuständigen mitgliedstaatlichen Aufsichtsbehörden zurückgeführt.[6] In Erwägungsgrund 52 der AIFM-Richtlinie heißt es dazu, es müsse sichergestellt werden, dass die zuständigen Behörden des Herkunftsmitgliedstaats des AIFM, die Unternehmen, über die die von einem AIFM verwalteten AIF Kontrolle ausüben, und die Beschäftigten

---

1 Zur Entstehungsgeschichte von Art. 27 AIFM-Richtlinie s. Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz/Käpplinger* AIFM, Art. 27 Rn. 1 f.

2 D.h. gemeinsam mit einem anderen AIF.

3 Zur unionsrechtlichen Grundlage der Umsetzungsverpflichtung siehe EuGH 18.12.1997 Slg. **1997** I-7411 Rn. 40; Calliess/Ruffert/*Ruffert* EUV/AEUV, Art. 288 AEUV Rn. 23; Grabitz/Hilf/Nettesheim/*Nettesheim* EUV/AEUV, Art. 288 AEUV Rn. 114.

4 Vgl. *Grohmann* Informationsmodell, S. 77 ff.

5 Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz/Käpplinger* AIFM, Art. 27 Rn. 4.

6 *Viciano-Gofferje* BB **2013** 2506, 2510.

dieser Unternehmen über die Informationen verfügen, die erforderlich sind, damit die Unternehmen beurteilen können, wie sich diese Kontrolle auf ihre Situation auswirkt.

Dass die von einer Kontrollerlangung durch AIF Betroffenen in die Lage versetzt werden sollen, beurteilen zu können, wie sich die Kontrolle auf ihre Situation auswirkt, kann allenfalls die Mitteilungspflichten im Falle eines Kontrollerwerbs gem. Abs. 2–4 erklären, nicht aber die Unterrichtungspflichten gegenüber der BaFin bei Veränderungen der Beteiligungshöhe gem. Abs. 1, die nicht nur beim Erwerb von Anteilen im Zusammenhang mit einem (späteren oder gleichzeitigen) Kontrollerwerb bestehen, sondern auch bei Erlangung einer bloßen Minderheitsbeteiligung durch AIF (§ 287 Abs. 3). Das im Zuge der rechtspolitischen Aufarbeitung der Finanzkrise identifizierte abstrakte Bedürfnis nach Regulierung von Investmentfonds zum Zweck einer konkreten Regulierung zu erklären, erscheint tautologisch. Auch vermag der lapidare Hinweis auf Transparenz die Frage nach dem Normzweck nicht befriedigend zu beantworten. Denn die Herstellung von Transparenz ist kein Selbstzweck, sondern lediglich ein regulatorisches Mittel zur Realisierung eines übergeordneten Regelungszwecks. Worin ein solcher Regelungszweck bei § 289 bzw. bei Art. 27 AIFM-Richtlinie bestehen soll, ist aber unklar. **6**

Der Versuch einer Zweckbestimmung in Anlehnung an andere kapitalmarkt- oder gesellschaftsrechtlich normierte Informationspflichten, insbesondere §§ 21 ff. WpHG und §§ 20, 21 AktG, scheitert aus verschiedenen Gründen. Anders als bei den Informationspflichten nach § 21 WpHG kommt ein verbesserter Schutz von Anlegern durch Transparenz und eine Stärkung des Vertrauens der Anleger in den Kapitalmarkt[7] als Normzweck von vornherein nicht in Betracht, da die Anteile nicht börsennotierter Unternehmen, die § 289 betrifft, nicht an institutionalisierten Kapitalmärkten gehandelt werden und für eine erhöhte Schutzbedürftigkeit von sonstigen Anteilseignern der Zielgesellschaft daher nichts ersichtlich ist.[8] Etwas anderes gilt lediglich insoweit, als § 289 auch bei Unternehmen Anwendung findet, die außerhalb eines organisierten Marktes börsennotiert sind (s. unten Rn. 16); allerdings ist ein geringeres Maß an Regulierung und damit an Anlegerschutz für den Freiverkehr gerade kennzeichnend. Auch den Normzweck von § 20 AktG, Aktionäre, Gläubiger und die Öffentlichkeit besser über geplante und bestehende Konzernverbindungen zu unterrichten,[9] können § 289 und Art. 27 AIFM-Richtlinie nicht für sich in Anspruch nehmen, da zumindest die Informationspflichten nach Abs. 1 unabhängig von einem Erwerb von Kontrolle oder von beherrschendem Einfluss durch den AIF bestehen und zudem bei nicht börsennotierten Zielgesellschaften die Informationspflichten gem. §§ 20, 21 AktG neben den Informationspflichten des § 289 weiterhin zur Anwendung kommen. **7**

Der entscheidende Unterschied sowohl zu §§ 21 ff. WpHG als auch zu §§ 20, 21 AktG besteht aber darin, dass die Informationspflichten nach § 289 und Art. 27 AIFM-Richtlinie nicht in dem bloßen Umstand des Beteiligungserwerbs oder der Kontrollerlangung als solchem oder in der Börsennotierung der Anteile begründet sind, mithin in der Sphäre der Zielgesellschaft liegen. Sondern sie liegen in der Sphäre des Erwerbers, da sie ausschließlich dadurch begründet und ausgelöst werden, dass die Beteiligung durch ge- **8**

---

7 MüKoAktG/*Bayer* § 21 WpHG Rn. 1; Assmann/Schneider/*Schneider* WpHG, Vor § 21 Rn. 19; *Wansleben* StudZR **2009** 465, 483; vgl. auch Erwägungsgründe Nr. 30 ff. der Richtlinie 2001/34/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 29.5.2001 über die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Börsennotierung und über die hinsichtlich dieser Wertpapiere zu veröffentlichenden Informationen, ABl. EG Nr. L 184 v. 6.7.2001, S. 1.

8 Vgl. auch *Möllers*/*Harrer*/*Krüger* WM **2011** 1537, 1541: „kein schützenswerter Markt vorhanden".

9 BGH 22.4.1991 BGHZ **114** 203, 215; MüKoAktG/*Bayer* § 20 Rn. 1; *Hägele* NZG **2000** 726, 727.

schlossene Spezial-AIF[10] erworben wird; dabei wird es sich in der Praxis vor allem um Private Equity Fonds und um Hedgefonds handeln.[11] Der Erwerb von Beteiligungen an nicht börsennotierten Gesellschaften durch andere Investoren löst, unabhängig von einer tatsächlichen oder angestrebten Kontrollerlangung, keine entsprechenden Informationspflichten aus; hier bleibt es bei Zielgesellschaften in der Rechtsform der Aktiengesellschaft[12] bei den Mitteilungspflichten nach § 20 Abs. 1 AktG, die – dem konzernrechtlichen Regelungszweck entsprechend – nur greifen, wenn der Investor ein Unternehmen ist und bestimmte, vergleichsweise hoch angesiedelte Beteiligungsschwellen überschritten werden. Die Informationspflichten lassen sich daher nicht durch ein allgemeines Bedürfnis nach Transparenz im Hinblick auf die Beteiligungssituation erklären – dann wären sie nämlich rechtssystematisch in §§ 20 ff. AktG zu verorten (bzw. es müssten vergleichbare Vorschriften für Zielgesellschaften anderer Rechtsform geschaffen werden) und sie müssten für alle Investoren gleichermaßen gelten. Sie sind vielmehr ausschließlich durch ein weitreichendes und zugleich unspezifisches Misstrauen gegenüber der Private Equity Branche zu begründen;[13] die Investitionstätigkeit von Private Equity Fonds wird offenbar als Bedrohung für die Zielgesellschaften und deren *Stakeholder* empfunden, die eine gesonderte Information sowohl der BaFin als auch der von einem Kontrollerwerb Betroffenen – der Zielgesellschaft und deren Anteilseigern und Arbeitnehmer(vertretern)[14] – erforderlich macht. Ob dieses Unbehagen und die daraus resultierende massive Ungleichbehandlung von Private Equity-Investoren gegenüber sonstigen Investoren (insbes. Banken, Wettbewerbern, vermögenden Privatinvestoren)[15] rational begründbar ist[16] oder die (europäische) Gesetzgebung hier eher emotionalen Reflexen und Ressentiments folgt, die nach der Finanzkrise dem politischen Zeitgeist entsprechen, mag an dieser Stelle dahinstehen. Wenn es um die Eindämmung vermeintlicher Gefahren geht, die von dem Beteiligungs- bzw. Kontrollerwerb durch eine bestimmte Sorte von Investoren ausgehen, ist die Statuierung bloßer Informationspflichten jedenfalls ein stumpfes Schwert, da nicht ersichtlich ist, welchen konkreten Beitrag sie zur Vermeidung der mit dem Beteiligungserwerb durch Private Equity-Investoren typischerweise assoziierten Risiken und von schädlichen Praktiken im Einzelfall leisten können. Dies gilt sowohl für die Informationspflichten gegenüber der BaFin als auch für jene gegenüber der Zielgesellschaft, da es für etwaige Abwehrmaßnahmen bei Zugang der Mitteilung längst zu spät ist.

---

10 Die §§ 287 ff. gelten für geschlossene inländische Spezial-AIF, finden über die Verweisung des § 261 Abs. 7 aber auch auf geschlossene inländische Publikums-AIF Anwendung; krit. dazu *Weitnauer* AG **2013** 672, 674.

11 *Viciano-Gofferje* BB **2013** 2506; *Weitnauer* AG **2013** 672, 673. Hedgefonds sind gem. § 283 allgemeine offene Spezial-AIF nach § 282, deren Anlagebedingungen mindestens eine der folgenden Bedingungen vorsehen: (i) den Einsatz von Leverage in beträchtlichem Umfang oder (ii) den Verkauf von Vermögensgegenständen für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger, die im Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses nicht zum AIF gehören (Leerverkauf). Aufgrund der Verweisung auf § 282 gilt für den Erwerb von Minderheitsbeteiligungen an einem nicht börsennotierten Unternehmen durch einen Hedgefonds § 289 Abs. 1 entsprechend. Der Kontrollerwerb über ein nicht börsennotiertes Unternehmen wird für nicht zulässig erklärt.

12 Gleiches gilt beim Erwerb von Beteiligungen an einer KGaA oder (aufgrund des Verweises in Art. 9 SE-Verordnung) einer SE; s. Spindler/Stilz/*Petersen* AktG, § 20 Rn. 6.

13 Vgl. mit Blick auf das deutsche Risikobegrenzungsgesetz bereits *Eidenmüller* DStR **2007** 2116, 2118.

14 Eine Information der ggf. ebenfalls von dem Beteiligungserwerb betroffenen Gläubiger ist nicht vorgesehen.

15 Auf diese Ungleichbehandlung weisen zu Recht Striegel/Wiesbrock/Jesch/*Swoboda*/*Schatz* Kapitalbeteiligungsrecht, S. 868 sowie *Zetzsche* NZG **2012** 1164, 1170 hin.

16 Für einen empirisch fundierten Überblick über die positiven Effekte der Beteiligung von Finanzinvestoren (Private Equity-Fonds und Hedgefonds) siehe *Eidenmüller* DStR **2007** 2116, 2117 f.

Die Unschärfe des Normzwecks ist umso problematischer, als die Erfüllung der Informationspflichten in der Praxis einen nicht zu unterschätzenden Aufwand bedeutet. Dies gilt insbesondere für die Anfangsphase ihrer Geltung, in denen AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften sich bei der Normanwendung weder auf eine gesicherte (Verwaltungs-)Praxis noch auf einschlägige Rechtsprechung stützen können und daher zur Vermeidung von Pflichtverstößen gezwungen sind, bei Zweifelsfragen (insbesondere die Reichweite der Zurechnung nach § 288 Abs. 2 betreffend; s. dazu unten Rn. 24 f.) die jeweiligen Pflichten weit auszulegen. Zugleich führen die Informationspflichten zu Wettbewerbsnachteilen gegenüber anderen Investoren.[17] *De lege ferenda* sollte der europäische Gesetzgeber daher den mit Art. 27 AIFM-Richtlinie verfolgten Normzweck überdenken und die darin statuierten Informationspflichten insoweit reduzieren, wie sie nicht durch ein klares rechtspolitisches Konzept gedeckt sind. **9**

D. Unterrichtung der BaFin bei Veränderungen der Beteiligungshöhe (Abs. 1)

Abs. 1 verpflichtet die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft, die BaFin zu unterrichten, wenn der Anteil der Stimmrechte des nicht börsennotierten Unternehmens, der von dem AIF gehalten wird, durch Erwerb, Verkauf oder Halten von Anteilen an dem nicht börsennotierten Unternehmen die Schwellenwerte von 10 Prozent, 20 Prozent, 30 Prozent, 50 Prozent und 75 Prozent erreicht, überschreitet oder unterschreitet. **10**

I. Voraussetzungen der Unterrichtungspflicht

1. AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft als Unterrichtungspflichtige. Unterrichtungspflichtig ist die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft, die den betreffenden AIF verwaltet. Gem. § 287 Abs. 3 besteht die Unterrichtungspflicht auch, wenn der von der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft verwaltete AIF lediglich eine Minderheitsbeteiligung an einem nicht börsennotierten Unternehmen erlangt; die in § 287 Abs. 1 Nr. 1 ansonsten für die Anwendung der §§ 287 bis 292 normierte Voraussetzung, dass der AIF die Erlangung von Kontrolle i.S.v. § 288 Abs. 2 über ein nicht börsennotiertes Unternehmen zum Ziel hat, gilt für die Unterrichtungspflicht nach § 289 Abs. 1 ausdrücklich nicht. **11**

Die Holdingausnahme des § 2 Abs. 1, wonach das KAGB insgesamt auf Holdinggesellschaften nicht anzuwenden ist, kommt nur dann in Betracht, wenn die Gesellschaft ausweislich ihres Jahresberichts oder anderer amtlicher Unterlagen nicht mit dem Hauptzweck gegründet wurde, ihren Anlegern durch Veräußerung ihrer Tochterunternehmen oder verbundenen Unternehmen eine Rendite zu verschaffen. Diese Definition der Holdinggesellschaft entspricht Art. 4 lit. o AIFM-Richtlinie. Die Holding-Ausnahme soll ausweislich der Regierungsbegründung zu § 2 Manager von Private-Equity-Fonds nicht erfassen.[18] Offenbar geht der Gesetzgeber davon aus, dass diese nicht die Förderung eines langfristigen Wertes der Unternehmen verfolgen, an denen sie sich beteiligen, sondern die Erzielung einer maximalen Rendite durch deren Veräußerung.[19] **12**

Keine Anwendung findet § 289 auf „kleine" AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften, die nicht erlaubnispflichtig, sondern gem. § 2 Abs. 4 nur registrierungspflichtig sind und daher den Vorschriften des KAGB nur eingeschränkt unterliegen.[20] Dies ist der Fall, wenn die verwalteten Vermögensgegenstände („Assets under Management") der von ihnen **13**

---

17 Striegel/Wiesbrock/Jesch/*Swoboda*/*Schatz* Kapitalbeteiligungsrecht, S. 868.
18 BTDrucks. 17/12294 S. 204 f.
19 *Volhard*/*Qalqili* Corporate Finance Law **2014** 202 f.
20 Vgl. dazu *Volhard*/*Qalqili* Corporate Finance Law **2014** 202, 204.

verwalteten Spezial-AIF einschließlich der durch den Einsatz von Leverage (§ 1 Abs. 19 Nr. 25) erworbenen Vermögensgegenstände insgesamt den Wert von 100 Mio. Euro nicht überschreiten; sofern für die Spezial-AIF kein Leverage eingesetzt wird, liegt die Schwelle bei 500 Mio. EUR.

14 Keine Anwendung findet § 289 ferner auf AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften, die Europäische Risikokapitalfonds verwalten. Für sie wird in § 337 lediglich die Geltung bestimmter KAGB-Normen angeordnet, zu denen die §§ 289 ff. nicht zählen, im Übrigen gelten die Vorschriften der Verordnung (EU) Nr. 345/2013 über Europäische Risikokapitalfonds.

15 **2. Beteiligung an einem nicht börsennotierten Unternehmen.** Die von dem AIF gehaltene Beteiligung muss an einem nicht börsennotierten Unternehmen bestehen. Aus der wiederholten Inbezugnahme der Arbeitnehmer bzw. der Arbeitnehmervertreter in den §§ 289–291 wird teilweise gefolgert, der Unternehmensbegriff im Sinne dieser Vorschriften setze das Vorhandensein von Arbeitnehmern und damit eine operativ tätige Gesellschaft voraus; ein bloßes Halten und Verwalten von Beteiligungen genüge nicht.[21] Dieser Schluss ist freilich nicht zwingend. Abgesehen davon, dass eine Gesellschaft, die über (einige wenige) Arbeitnehmer verfügt, nicht zwingend „operativ" tätig sein muss, sondern ihre Arbeitnehmer auch mit dem Verwalten von Beteiligungen beschäftigt sein können, setzen lediglich die Regelungen, die explizit Informationspflichten gegenüber Arbeitnehmervertretern oder Arbeitnehmern statuieren (wie z.B. Abs. 4), das Vorhandensein von Arbeitnehmern voraus. Warum die Unterrichtungspflicht gegenüber der BaFin (oder den sonstigen in §§ 281–291 genannten Informationsadressaten) davon abhängen soll, ob die Zielgesellschaft Arbeitnehmer beschäftigt und ob sie „operativ" tätig ist oder nicht, ist nicht ersichtlich. Etwas anderes ließe sich allenfalls dann vertreten, wenn der Schutz von Arbeitnehmerinteressen der primäre Normzweck von § 289 wäre. Dies lässt sich aber kaum begründen, zumal eine Unterrichtung der BaFin über die Berührung von Schwellenwerten zum Schutz von Arbeitnehmerinteressen nichts beizutragen vermag. Richtigerweise kann daher auch der Erwerb einer Beteiligung durch den AIF an einer Holdinggesellschaft eine Unterrichtungspflicht der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft gegenüber der BaFin auslösen.

16 Die Zielgesellschaft muss ferner nicht börsennotiert sein. Der Begriff ist in § 1 Abs. 19 Nr. 27 legaldefiniert. Ein nicht börsennotiertes Unternehmen ist demnach ein Unternehmen, das seinen satzungsmäßigen Sitz in der Europäischen Union hat und dessen Anteile im Sinne von Art. 4 Abs. 1 Nr. 14 der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente (ABl. L 145 vom 30.4.2004, S. 1) nicht zum Handel auf einem regulierten (richtigerweise: geregelten)[22] Markt zugelassen sind. Aus dieser Definition folgt für die Praxis, dass Beteiligungserwerbe an Unternehmen mit Satzungssitz außerhalb der Europäischen Union keine Unterrichtungspflicht der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft gegenüber der BaFin auslösen. Dagegen besteht eine solche Unterrichtungspflicht bei Beteiligungen an Unternehmen, deren Satzungssitz sich in der Europäischen Union befindet und die an Börsen

---

21 So im Hinblick auf Art. 27 Abs. 1 AIFM-Richtlinie Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz*/*Käpplinger* AIFM, Art. 27 Rn. 15.

22 Die Urfassung der AIFM-Richtlinie wurde in englischer Sprache verhandelt und erstellt (*Zetzsche* NZG **2012** 1164) und verwendet in Anlehnung an die Terminologie der MiFID den Begriff des „regulated market" (Art. 4 lit. t und lit. ac). In der deutschen Sprachfassung ist die Terminologie uneinheitlich; teilweise wird der Begriff „geregelter Markt" (Art. 4 lit. t) verwendet, teilweise der Begriff „regulierter Markt" (Art. 4 lit. ac). Der korrekte, auch in der deutschsprachigen Fassung der MiFID verwendete deutschsprachige Terminus für „regulated market" ist aber der des „geregelten Marktes"; dem entspricht im deutschen Recht der „organisierte Markt" i.S.d. § 2 Abs. 5 WpHG, nicht der „regulierte Markt" i.S.d. § 32 BörsG. Dieser Fehler wurde bei der Konzeption des KAGB nicht korrigiert.

bzw. in Börsensegmenten notiert sind, die keine geregelten Märkte im Sinne der MiFID bzw. keine organisierten Märkte i.S.v. § 2 Abs. 5 WpHG sind (beispielsweise an der New York Stock Exchange oder am Open Market der Frankfurter Wertpapierbörse).[23]

Unerheblich ist die Rechtsform des nicht börsennotierten Unternehmens. Die in §§ 289 ff. normierten Informations- und Offenlegungspflichten bestehen auch dann, wenn die Rechtsform der Zielgesellschaft für eine Börsennotierung von vornherein völlig ungeeignet ist (vgl. § 1 Rn. 169).[24] § 289 erfasst mithin den Erwerb von Anteilen an einer Aktiengesellschaft (auch an einer SE) ebenso wie an einer GmbH und auch an einer Personenhandelsgesellschaft. Die teilweise in der Literatur vertretene Auffassung, dass mit börsennotierten Gesellschaften nur Kapitalgesellschaften gemeint seien,[25] widerspricht dem Wortlaut („Unternehmen") von § 289 und der deutschsprachigen Fassung des zugrunde liegenden Art. 27 AIFM-Richtlinie. Auch in teleologischer Hinsicht ist es nicht überzeugend, dass das Bestehen von Informationspflichten der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft davon abhängen soll, ob es sich bei der Zielgesellschaft um eine Kapitalgesellschaft oder um eine Personenhandelsgesellschaft handelt, zumal viele mittelständische Unternehmen, an denen sich Private Equity-Fonds typischerweise beteiligen, in der Rechtsform der (Kapitalgesellschaft & Co.) KG verfasst sind. **17**

3. Berührung der Schwellenwerte. Die Unterrichtungspflicht wird ausgelöst, wenn der von dem AIF gehaltene Anteil der Stimmrechte durch Erwerb, Verkauf oder Halten von Anteilen an dem nicht börsennotierten Unternehmen einen der maßgeblichen Schwellenwerte von 10 Prozent, 20 Prozent, 30 Prozent, 50 Prozent oder 75 Prozent erreicht, überschreitet oder unterschreitet. Der deutsche Gesetzgeber hat damit die in Art. 27 Abs. 1 AIFM-Richtlinie vorgegebenen Schwellenwerte übernommen, ohne von der durch Art. 26 Abs. 7 AIFM-Richtlinie eröffneten Möglichkeit Gebrauch zu machen, weitere Schwellenwerte einzufügen.[26] **18**

a) Erwerb, Verkauf oder Halten von Anteilen. Eine Berührung des Schwellenwertes kann durch drei Vorgänge ausgelöst werden: durch den Erwerb, den Verkauf oder das Halten von Anteilen. Der Tatbestand des „Erwerbs" wird mit Erlangung der Gesellschafterstellung erfüllt. Bei der Übertragung von Anteilen an einer Kapitalgesellschaft entsteht die Unterrichtungspflicht daher nicht bereits mit dem Abschluss des zugrundeliegenden schuldrechtlichen Vertrags („*Signing*"), sondern erst mit dem vollständigen dinglichen Anteilsübergang („*Closing*");[27] bei der GmbH also mit Übertragung des Geschäftsanteils durch formwirksamen (d.h. notariell beurkundeten, § 15 Abs. 3 GmbHG) Abtretungsvertrag, nicht erst durch Eintragung des Erwerbers in die Gesellschafterliste;[28] **19**

---

23 Zutreffend Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz*/*Käpplinger* AIFM, Art. 27 Rn. 14; *van Kann*/*Redeker*/*Keiluweit* DStR **2013** 1483, 1487.

24 Wie hier Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Tollmann* AIFM, Art. 4 Rn. 205; *Viciano-Gofferje* BB **2013** 2506, 2507.

25 *Zetzsche* NZG **2012** 1164; so wohl auch *Kramer*/*Recknagel* DG **2011** 2077, 2083.

26 Dagegen ist der deutsche Gesetzgeber bei § 21 Abs. 1 WpHG über die unionsrechtlichen Vorgaben hinausgegangen; s. dazu MüKoAktG/*Bayer* § 21 WpHG Rn. 14; Assmann/Schneider/*Schneider* WpHG, § 21 Rn. 27.

27 Ebenso Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz*/*Käpplinger* AIFM, Art. 27 Rn. 22; vgl. für § 21 WpHG MüKoAktG/*Bayer* § 21 WpHG Rn. 25; Assmann/Schneider/*Schneider* WpHG, § 21 Rn. 73; Schwark/Zimmer/*Schwark* KMRK, § 21 WpHG Rn. 17; anders aber im Rahmen von § 20 Abs. 2 Nr. 1 AktG, wonach zu den Aktien, die einem Unternehmen gehören, auch Aktien zählen, die lediglich Gegenstand eines schuldrechtlichen Anspruchs auf Übereignung sind.

28 § 16 Abs. 1 S. 1 GmbHG ändert nichts daran, dass der Erwerb des Geschäftsanteils materiell-rechtlich bereits mit Abschuss des notariell beurkundeten Abtretungsvertrags vollzogen ist. Vor Eintragung in die in

bei der AG durch den für die jeweiligen Aktiengattung (Inhaber- oder Namensaktien) erforderlichen dinglichen Übertragungsakt.[29] Bei Namensaktien kommt es ebenso wie bei der Übertragung von GmbH-Anteilen auf die materiell-rechtliche Berechtigung und nicht auf die Eintragung im Aktienregister an. Dagegen hängt bei vinkulierten Namensaktien die Wirksamkeit der von dem Veräußerer getroffenen Verfügung von der Erteilung der erforderlichen Zustimmung der Gesellschaft ab;[30] wird die Zustimmung erst nach der Verfügung erteilt, liegt erst mit Erteilung der Zustimmung ein „Erwerb" i.S.v. Abs. 1 vor,[31] sodass die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft auch erst zu diesem Zeitpunkt zur Unterrichtung der BaFin verpflichtet ist. Auf die materiell-rechtliche Begründung der Stellung als Gesellschafter kommt es auch an, wenn Anteile im Rahmen einer Kapitalerhöhung übernommen werden; dasselbe gilt bei Beteiligungen an Personengesellschaften (insb. Kommanditbeteiligungen), wobei die gem. § 107 HGB erforderliche Eintragung in das Handelsregister nur deklaratorische Wirkung hat.

20 Die Neugründung eines Unternehmens stellt keinen „Erwerb" von Anteilen i.S.v. Abs. 1 dar und begründet dementsprechend keine Unterrichtungspflicht gegenüber der BaFin.[32] Zwar sollen nach der Rechtsprechung des BGH auch Gründungsaktionäre den Vorschriften über die Mitteilung und Veröffentlichung von qualifizierten Beteiligungen gem. § 20 AktG unterliegen;[33] diese Erwägungen sind aber auf die Unterrichtungspflicht der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft gegenüber der BaFin nach Abs. 1 nicht übertragbar. Zum einen ist der Wortlaut von § 20 Abs. 1 AktG anders gefasst und stellt nicht auf einen „Erwerb" ab („Sobald einem Unternehmen mehr als der vierte Teil der Aktien einer Aktiengesellschaft mit Sitz im Inland gehört …"); zum anderen begründet der BGH seine Auffassung im Wesentlichen mit dem Normzweck von § 20 AktG, Gläubiger und die Öffentlichkeit besser über geplante und bestehende Konzernverbindungen zu unterrichten.[34] In diesem Zusammenhang spielt es keine Rolle, ob der unternehmerische Aktionär seine Beteiligung durch eine Neugründung oder einen Beteiligungserwerb erlangt hat. Dieser Normzweck ist auf die Unterrichtungspflicht gegenüber der BaFin nach Abs. 1 aber nicht übertragbar (s. oben Rn. 7). Die allgemeine Zwecksetzung einer Regulierung der Private Equity-Branche legt es vielmehr nahe, entsprechend dem Wortlaut die Unterrichtungspflicht nur an einen Beteiligungserwerb im eigentlichen Sinne zu knüpfen, da Private Equity Fonds sich typischerweise an bereits existierenden Unternehmen beteiligen.

21 Ebenso wie bei der Variante des „Erwerbs" kommt es ungeachtet des insoweit missverständlichen Wortlauts auch bei der Variante des „Verkaufs" für die Unterrichtungspflicht nicht auf das schuldrechtliche Verpflichtungsgeschäft an, sondern auf den ding-

---

das Handelsregister aufzunehmende Gesellschafterliste ist dem Erwerber zwar grundsätzlich die Ausübung von Gesellschafterrechten verwehrt. Aus § 16 Abs. 1 S. 2 GmbHG folgt jedoch, dass die Ausübung von Gesellschafterrechten, insbesondere die Ausübung des Stimmrechts bei Gesellschafterbeschlüssen, bereits vor Eintragung möglich ist; die Rechtshandlung des noch nicht eingetragenen Erwerbers ist lediglich schwebend unwirksam, wird aber mit Eintragung in die Gesellschafterliste *ex tunc* wirksam; s. Michalski/*Ebbing* GmbHG, § 16 Rn. 119; MüKoGmbHG/*Heidinger* § 16 Rn. 142 f.

29 Zu den Voraussetzungen der Übertragung von Aktien s. den Überblick bei Spindler/Stilz/*Vatter* AktG, § 10 Rn. 52 ff.

30 MüKoAktG/*Bayer* § 68 Rn. 96; Spindler/Stilz/*Cahn* AktG, § 68 Rn. 71.

31 Vgl. zum parallel gelagerten Problem bei § 21 WpHG MüKoAktG/*Bayer* § 21 WpHG Rn. 25; Schwark/Zimmer/*Schwark* KMRK, § 21 WpHG Rn. 17.

32 **A.A.** Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz*/*Käpplinger* AIFM, Art. 27 Rn. 23, die allerdings darauf hinweisen, dass Neugründungen in der Regel aufgrund der Ausnahme für KMU nach § 287 Abs. 2 Nr. 1 KAGB (Art. 26 Abs. 2 lit. a [nicht: b] AIFM-Richtlinie) aus dem Anwendungsbereich des Abs. 1 herausfallen.

33 BGH 24.4.2006 NJW-RR **2006** 1110, 1111 f.

34 BGH 22.4.1991 BGHZ **114** 203, 215; MüKoAktG/*Bayer* § 20 Rn. 1; *Hägele* NZG **2000** 726, 727.

lichen Anteilsübergang.[35] Der deutsche Gesetzgeber sollte den Begriff des „Verkaufs" im Rahmen einer Novellierung des KAGB durch den der „Veräußerung" (vgl. § 21 Abs. 1 WpHG) ersetzen. Der Umstand, dass der Begriff des „Verkaufs" Art. 27 Abs. 1 AIFM-Richtlinie entnommen ist, steht dem nicht entgegen. Zum einen ist der Wortlaut der Richtlinie nicht auf die rechtsdogmatischen Besonderheiten des nationalen Rechts in Bezug auf die Übertragung von Gesellschaftsanteilen zugeschnitten; zum anderen zeigt auch der Wortlaut anderer Sprachfassungen,[36] dass es nach der Richtlinie nicht auf den Abschluss des schuldrechtlichen (Kauf-)Vertrages ankommt.

Die Variante des „Haltens" von Anteilen ist einschlägig, wenn sich der Anteil der Stimmrechte verändert, ohne dass ein Erwerb oder eine Veräußerung vorliegt. Es handelt sich mithin um einen Auffangtatbestand, dessen praktischer Anwendungsbereich gering ist und der insbesondere nicht deckungsgleich ist mit dem Erreichen von Stimmrechten „auf sonstige Weise" i.S.v. § 21 Abs. 1 WpHG. Er kommt vor allem dann in Betracht, wenn sich Stimmrechtsanteile infolge von Kapitalmaßnahmen verändern oder Stimmrechte aus Vorzugsaktien gem. § 140 Abs. 2 AktG aufleben.[37] **22**

b) Berechnung des Anteils der Stimmrechte. Bei der Berechnung des für die Berührung der Schwellenwerte maßgeblichen Anteils der Stimmrechte des nicht börsennotierten Unternehmens werden nur solche erworbenen Anteile berücksichtigt, die mit Stimmrechten versehen sind, d.h. dem AIF Stimmrechte in der Gesellschafterversammlung und damit die Befugnis vermitteln, an der durch Beschlüsse erfolgenden Willensbildung der Zielgesellschaft teilzunehmen.[38] Auf das tatsächliche Stimmgewicht kommt es nicht an. Gesellschaftsanteile ohne Stimmrecht (z.B. Vorzugsaktien, §§ 139 ff. AktG) werden nicht berücksichtigt; ihr Erwerb löst die Unterrichtungspflicht nicht aus. **23**

Es ist fraglich, ob für die Berechnung des Anteils der Stimmrechte § 288 Abs. 2 entsprechend heranzuziehen ist. Die Frage ist von erheblicher praktischer Bedeutung. Zum einen hat die Anwendung von § 288 Abs. 2 S. 1 zur Folge, dass zusätzlich zu den von dem AIF direkt gehaltenen Stimmrechten auch Stimmrechte von Unternehmen hinzugerechnet werden, die von dem AIF kontrolliert werden (was gem. § 288 Abs. 1 der Fall ist, wenn der AIF mehr als 50 Prozent der Stimmrechte dieser Unternehmen hält); dies wird insbesondere bei dem typischen Fall einer zwischengeschalteten Erwerbergesellschaft relevant. Zum anderen wird gem. § 288 Abs. 2 S. 2 der Anteil der Stimmrechte ausgehend von der Gesamtzahl der mit Stimmrechten versehenen Anteile berechnet, auch wenn die Ausübung dieser Stimmrechte ausgesetzt ist. **24**

Der bloße Umstand, dass der Wortlaut von § 289 nicht ausdrücklich auf § 288 verweist, kann allenfalls als ein schwaches Argument dafür anzusehen sein, dass § 288 Abs. 2 für die Berechnung der Schwellenwerte nicht anzuwenden ist.[39] In systematischer Hinsicht kann gegen eine Anwendung von § 288 angeführt werden, dass dieser ausweislich seiner Überschrift (nur) das „Erlangen von Kontrolle" betrifft, während die Unterrichtungspflicht gegenüber der BaFin nach § 289 Abs. 1 eine Kontrollerlangung durch den AIF (anders als Abs. 2) gerade nicht voraussetzt. Allerdings erfordert auch die Feststellung eines Kontrollerwerbs nichts anderes als eine Berechnung des Anteils der Stimmrechte (erforderlich sind hier mehr als 50 Prozent), und es sprechen keine plausiblen **25**

---

35 Zutreffend Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz*/*Käpplinger* AIFM, Art. 27 Rn. 22.

36 Englisch: „disposes of (...) shares"; französisch: „cède (...) des actions"; italienisch: „ceda azioni di una società".

37 Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz*/*Käpplinger* AIFM, Art. 27 Rn. 24.

38 Zum Begriff des Stimmrechts *K. Schmidt* Gesellschaftsrecht, S. 604.

39 Vgl. *Viciano-Gofferje* BB **2013** 2506, 2507 f.

Gründe dafür, die Berechnung des Anteils zwecks Feststellung der Schwellenwerte im Rahmen von Abs. 1 anders vorzunehmen als die Berechnung zwecks Feststellung eines Kontrollerwerbs im Rahmen von Abs. 2. Die besseren Gründe sprechen für eine einheitliche Berechnung des Anteils der Stimmrechte und damit für die einheitliche Anwendung von § 288 Abs. 2. Solange eine gesicherte Verwaltungspraxis oder Rechtsprechung zu der Frage nicht existiert, ist der Praxis jedenfalls zur Vermeidung von Sanktionen (s. unten Rn. 60) eine „konservative" Handhabung zu empfehlen, die unter Zugrundelegung der Zurechnung gem. § 288 Abs. 2 den Stimmrechtsanteil im Zweifel hoch ansetzt und zu einer frühen Unterrichtung der BaFin führt.[40]

26 Fraglich ist, ob die Unterrichtungspflicht gegenüber der BaFin nach Abs. 1 auch im Falle eines Erwerbs aller Anteile an der Zielgesellschaft durch den AIF besteht. Unter Verweis auf den Wortlaut, der voraussetzt, dass der AIF einen „Anteil der Stimmrechte" hält, ließe sich begründen, dass der Erwerb von 100 Prozent der Anteile nicht erfasst ist. Wenn der AIF vor dem Erwerb aller Anteile jedoch über höchstens 75% der Anteile verfügt hat, wird durch einen Erwerb aller Anteile immer auch die Schwelle von 75 Prozent der Anteile überschritten, sodass die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft zur Unterrichtung der BaFin verpflichtet ist. Lag der von dem AIF gehaltene Anteil der Stimmrechte hingegen bereits vor Erwerb aller Anteile über 75%, besteht keine erneute Unterrichtungspflicht, wenn der AIF seine Beteiligung weiter aufstockt und schließlich alle Anteile erwirbt (vgl. zu dem parallel gelagerten Problem bei Abs. 2 unten Rn. 35).

II. Rechtsfolge: Unterrichtungspflicht

27 **1. BaFin als Unterrichtungsadressatin.** Adressatin der Unterrichtung ist die BaFin. Es ist freilich nicht ersichtlich, inwiefern die BaFin die Information über das Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten von Schwellenwerten für die Wahrnehmung ihrer Aufsichtstätigkeit (§ 5) benötigt. Dass die bloße Berührung von Schwellenwerten die BaFin zum Erlass aufsichtlicher Anordnungen gegenüber der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft veranlasst, dürfte zumindest in der Anfangsphase der Geltung des KAGB praktisch kaum vorkommen.[41] Der rechtspolitische Zweck der Unterrichtungspflicht ist daher zweifelhaft (vgl. bereits oben Rn. 4 ff.).

28 Die BaFin ist auch dann Adressatin der Unterrichtung, wenn die von dem AIF gehaltene Beteiligung an einem nicht börsennotierten Unternehmen mit Sitz im (europäischen, s. oben Rn. 16) Ausland besteht. Eine Pflicht zur Unterrichtung der für die ausländische Zielgesellschaft ggf. zuständigen nationalen Behörden besteht nach deutschem Recht nicht (derartige Pflichten können aber nach dem Recht des Herkunftsstaates der Zielgesellschaft bestehen). Dies ist insofern konsistent, als der deutsche Gesetzgeber auch von der Informationsoption des Art. 28 Abs. 1 S. 2 AIFM-Richtlinie[42] keinen Gebrauch gemacht hat.[43]

29 **2. Inhalt der Unterrichtung.** Inhaltlich erschöpft sich die „Unterrichtung" der BaFin in einem schlichten „in Kenntnis setzen"; dies ist auch der Begriff, den Art. 27 Abs. 1

40 So im Ergebnis auch *Burghard*/*Heimann* WM **2014** 821, 830; Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz*/*Käpplinger* AIFM, Art. 27 Rn. 19; *Viciano-Gofferje* BB **2013** 2506, 2508.

41 Ähnlich *Möllers*/*Harrer*/*Krüger* WM **2011** 1537, 1541.

42 Art. 28 Abs. 1 S. 2 AIFM-Richtlinie lautet: „Die Mitgliedstaaten können vorsehen, dass die in Absatz 2 festgelegten Informationen auch den für das nicht börsennotierte Unternehmen zuständigen nationalen Behörden vorgelegt werden, die die Mitgliedstaaten für diesen Zweck benennen können."

43 Vgl. Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz*/*Käpplinger* AIFM, Art. 27 Rn. 34.

AIFM-Richtlinie verwendet.[44] Die Anforderungen an eine wirksame Unterrichtung sind also gering; es genügt, dass die BaFin in die Lage versetzt wird, die ihr übermittelten Informationen einer bestimmten AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft, einem bestimmten AIF und einem bestimmten nicht börsennotierten Unternehmen eindeutig zuordnen zu können. Dazu ist es erforderlich, dass der BaFin der Name (genauer: die Firma), der satzungsmäßige Sitz und die (vollständige) Anschrift der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft und des AIF sowie des betreffenden nicht börsennotierten Unternehmens mitgeteilt werden; ferner muss sich aus der Unterrichtung ergeben, welcher Schwellenwert in welcher Tatbestandsvariante (erreichen, überschreiten, unterschreiten) berührt wird.

Darüber hinaus könnte erwogen werden, den Inhalt der Unterrichtung in Anlehnung an § 17 WpAIV[45] zu bestimmen. Die Vorschrift regelt den erforderlichen Inhalt von Mitteilungen nach § 21 Abs. 1 S. 1 und Abs. 1a WpHG und verlangt weitere Angaben, die über den in Rn. 29 beschriebenen Mindestinhalt der Unterrichtung hinausgehen. Da jedoch ohnehin unklar ist, welchen Normzweck § 289 Abs. 1 verfolgt und welchen Gebrauch die BaFin von den in der Unterrichtung enthaltenen Angaben im Rahmen ihrer Aufsichtstätigkeit machen soll (s. oben Rn. 4 ff., 27), ist eine über den unmittelbaren Wortlaut der Vorschrift hinausgehende Ausdehnung der Unterrichtungspflicht abzulehnen; sie ist auch durch den Wortlaut von Art. 27 AIFM-Richtlinie nicht gefordert. Dies gilt umso mehr, als die in § 17 WpAIV verlangten weiterreichenden Angaben zumindest teilweise auf den spezifischen Normzweck von § 21 WpHG und den Erwerb von Anteilen am Kapitalmarkt zugeschnitten sind. Sie lassen sich damit nicht sinnvoll auf § 289 Abs. 1 übertragen. **30**

3. Form der Unterrichtung. Was die Form der Unterrichtung anbelangt, enthält § 18 WpAIV eine sachgerechte Regelung, die einen brauchbaren Anhaltspunkt dafür liefert, welche Anforderungen insoweit zu stellen sind: Die Unterrichtung muss schriftlich oder per Telefax erfolgen; eine Übermittlung per E-Mail genügt nicht.[46] Sie kann – da alleinige Unterrichtungsadressatin die BaFin ist – sowohl in deutscher als auch in englischer Sprache erfolgen. **31**

4. Unterrichtungsfrist. Gem. Abs. 5 (s. unten Rn. 57 ff.) hat die Unterrichtung der BaFin so rasch wie möglich zu erfolgen, aber nicht später als zehn Arbeitstage nach dem Tag, an dem der AIF die entsprechende Schwelle erreicht, über- oder unterschritten hat. **32**

E. Informationspflichten bei Kontrollerlangung (Abs. 2–4)

Abs. 2–4 sind gemeinsam zu lesen. Sie statuieren für den Fall, dass der von dem AIF gehaltene Anteil der Stimmrechte den für eine Kontrollerlangung i.S.v. § 288 Abs. 1 erforderlichen Umfang, mithin mehr als 50 Prozent erreicht, eine weiterreichende Mitteilungspflicht der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft, die sowohl hinsichtlich der Informationsadressaten (Abs. 2 und Abs. 4) als auch hinsichtlich des Informationsinhalts (Abs. 3) über die Unterrichtungspflicht nach Abs. 1 hinausgeht. **33**

---

44 Die englischsprachige Sprachfassung verwendet den Begriff „*notify*"; die französische Sprachfassung den Begriff „*notifier*".

45 Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen nach dem Wertpapierhandelsgesetz (Wertpapierhandelsanzeige und Insiderverzeichnisverordnung, WpAIV) v. 13.12.2004, BGBl. I S. 3376.

46 S. für § 18 WpAIV Assmann/Schneider/*Schneider* WpHG, § 21 Rn. 121 f.

I. Voraussetzungen der Mitteilungspflicht

34 Mitteilungspflichtig ist auch im Rahmen von Abs. 2–4 die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft. Die von dem AIF gehaltene Beteiligung muss an einem nicht börsennotierten Unternehmen (unabhängig von dessen Rechtsform, s. oben Rn. 17) bestehen und der AIF muss allein oder gemeinsam mit anderen AIF die Kontrolle über dieses Unternehmen gem. § 287 Abs. 1 i.V.m. § 288 Abs. 1 erlangen. Davon ist auszugehen, wenn der von dem AIF gehaltene Anteil der Stimmrechte mehr als 50 Prozent erreicht. Eine gemeinsame Kontrollerlangung setzt voraus, dass entweder verschiedene AIF, die von derselben AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft verwaltet werden, aufgrund einer Vereinbarung gemeinsam Stimmrechte an einem nicht börsennotierten Unternehmen in einem Umfang von mehr als 50 Prozent halten, oder dass mehrere AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften, die aufgrund einer Vereinbarung zusammenarbeiten, AIF verwalten, die gemeinsam mehr als 50 Prozent halten. Die zu einem späteren Zeitpunkt erfolgende weitere Aufstockung einer kontrollbegründenden Beteiligung löst keine erneute Mitteilungspflicht aus. Auf die Rn. 11ff. dieser Kommentierung sowie die Kommentierung zu §§ 287, 288 wird verwiesen.

35 Wenn der von dem AIF erworbene bzw. gehaltene, die Kontrollerlangung begründende Anteil der Stimmrechte 100 Prozent beträgt, entfällt die Mitteilungspflicht gegenüber den übrigen Anteilseignern nach Abs. 2 Nr. 2, da diese nicht mehr existieren. Dagegen besteht die Informationspflicht gegenüber der Zielgesellschaft bzw. deren Geschäftsführungs- und Vertretungsorgan (Abs. 2 Nr. 1) sowie gegenüber der BaFin (Abs. 2 Nr. 3) auch im Falle eines Erwerbs aller Anteile; ferner muss die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft auch bei Erwerb aller Anteile auf eine Information der Arbeitnehmer(vertreter) durch das Leitungsorgan gem. Abs. 4 hinwirken.

II. Rechtsfolge: Mitteilungspflicht

36 **1. Mitteilungsadressaten.** Unmittelbare Mitteilungsadressaten sind das nicht börsennotierte Unternehmen (Abs. 2 Nr. 1), seine Anteilseigner (Abs. 2 Nr. 2) und die BaFin (Abs. 2 Nr. 3). Gegenüber den Arbeitnehmern bzw. den Arbeitnehmervertretern besteht keine unmittelbare Mitteilungspflicht der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft; sie hat nach Abs. 4 jedoch darauf hinzuwirken, dass das Geschäftsführungs- und Vertretungsorgan der Zielgesellschaft die Arbeitnehmervertreter oder, falls es keine solchen Vertreter gibt, die Arbeitnehmer selbst unverzüglich von der Erlangung der Kontrolle durch den AIF und von den Informationen gem. Abs. 3 in Kenntnis setzt. Die Arbeitnehmervertreter bzw. die Arbeitnehmer sind damit mittelbare Mitteilungsadressaten.

37 **a) Zielgesellschaft (Abs. 2 Nr. 1).** Abs. 2 Nr. 1 statuiert zunächst eine Mitteilungspflicht gegenüber der Zielgesellschaft selbst. Aus Abs. 4, wonach die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft in der Mitteilung gem. Abs. 2 Nr. 1 den Vorstand des nicht börsennotierten Unternehmens ersucht, die Arbeitnehmer(vertreter) zu informieren, ergibt sich, dass die Mitteilung an den Vorstand zu richten ist. Der Begriff des „Vorstandes" ist lediglich auf Zielgesellschaften in der Rechtsform der Aktiengesellschaft zugeschnitten. Bei Zielgesellschaften anderer Rechtsform sind daher die Organe zu adressieren, die dem Vorstand bei der Aktiengesellschaft funktional entsprechen, mithin die zur Geschäftsführung und Vertretung berechtigten Personen. Bei einer GmbH sind dies die Geschäftsführer und bei einer Personenhandelsgesellschaft die zur Geschäftsführung und Vertretung der Gesellschaft berechtigten persönlich haftenden Gesellschafter.

b) Anteilseigner der Zielgesellschaft (Abs. 2 Nr. 2). Abs. 2 Nr. 2 statuiert eine Mitteilungspflicht gegenüber den Anteilseignern der Zielgesellschaft. Problematisch daran ist, dass die Anteilseigner der Zielgesellschaft der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft häufig nicht vollständig bekannt sein werden. Anders als der ursprüngliche Richtlinienvorschlag der Kommission vom 30. April 2009, der eine Mitteilungspflicht gegenüber allen Anteilseignern vorsah,[47] tragen § 289 Abs. 2 Nr. 2 und der dieser Vorschrift zugrunde liegende Art. 27 Abs. 2 lit. b AIFM-Richtlinie diesem Umstand dadurch Rechnung, dass sie die Mitteilungspflicht nur gegenüber denjenigen Anteilseignern vorschreiben, deren Identität und Adresse der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft entweder bereits vorliegen oder deren Identität und Adresse von der Zielgesellschaft oder über ein Register, zu dem die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft Zugang hat oder erhalten kann, zur Verfügung gestellt werden können. **38**

Aus der Formulierung von Abs. 2 Nr. 2 ist ersichtlich, dass der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft keine Mitteilungspflichten aufgebürdet werden, die sie mangels Kenntnis der Identität und Adresse aller Anteilseigner nicht erfüllen kann. Zugleich wird aber deutlich, dass sie gewisse (Mindest-)Anstrengungen unternehmen muss, um die Identität und die Adressen der Anteilseigner in Erfahrung zu bringen. Zu den erforderlichen und zumutbaren Anstrengungen gehört es insbesondere, die Zielgesellschaft um Auskunft hinsichtlich der Identität und der Adressen ihrer Anteilseigner zu ersuchen, wobei ein Auskunftsanspruch gegenüber der Zielgesellschaft nicht besteht; ferner hat die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft in die Register Einsicht zu nehmen, zu denen sie Zugang hat oder erhalten kann. Damit ist insbesondere das Handelsregister gemeint. Über ein Auskunftsersuchen bei der Zielgesellschaft und die Einsichtnahme in das Handelsregister hinausgehende Recherchepflichten hinsichtlich der Adressen namentlich bekannter Anteilseigner (z.B. Recherche über das Telefonbuch) bestehen allerdings nicht. **39**

Sofern der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft die Identität und die Adressen der anderen Anteilseigner weder vorliegen noch von der Zielgesellschaft zur Verfügung gestellt werden, wird es in der Praxis daher nur zu einer lückenhaften Information der Anteilseigner der Zielgesellschaft kommen, ohne dass darin eine Pflichtverletzung der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft oder eine Ordnungswidrigkeit der handelnden Personen (§ 340 Abs. 2 Nr. 26; s. unten Rn. 60) läge. Bei der Aktiengesellschaft sind zwar die Identität und auch die Adressen der Inhaber von Namensaktien und Zwischenscheinen (§ 10 AktG) im Aktienregister erfasst, sofern ein solches vorhanden ist (§ 67 Abs. 1 S. 1 AktG); dazu wird die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft aber regelmäßig keinen Zugang haben.[48] Bei der GmbH ist die Identität und der Wohnort der Gesellschafter aus der zum Handelsregister eingereichten Gesellschafterliste ersichtlich (§ 40 Abs. 1 S. 1 GmbHG); die Angabe ihrer Adressen in der Gesellschafterliste wird aber überwiegend nicht für erforderlich gehalten,[49] wenn diese auch teilweise in den Gesellschafterlisten genannt sind. Auch bei Personenhandelsgesellschaften sind Identität und Wohnort der Gesellschafter aus dem Handelsregister ersichtlich (§ 106 Abs. 2 HGB); deren Adressen werden nicht eingetragen.[50] Soweit es sich bei den Anteilseignern der Zielgesellschaft nicht um **40**

---

47 Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2004/39/EG und 2009/.../EG, KOM (2009) 207 endg., S. 39.

48 Entgegen Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz*/*Käpplinger* AIFM, Art. 27 Rn. 39 erlangen auch Aktionäre aus dem Aktienregister keine Informationen über ihre Mitaktionäre, siehe MüKoAktG/*Bayer* § 67 Rn. 5; daher besteht auch keine Ausnahme für selbst verwaltete AIF.

49 MüKoGmbHG/*Heidinger* § 40 Rn. 12; Baumbach/Hueck/*Zöllner*/*Noack* GmbHG, § 40 Rn. 12; *Seibert*/*Wedemann* GmbHR **2007** 17, 19.

50 Oetker/*Weitemeyer* HGB, § 106 Rn. 15; MüKoHGB/*Langhein* § 106 Rn. 22.

natürliche Personen handelt, sondern um Handelsgesellschaften, kann die Adresse freilich über deren Registerauszug ermittelt werden.

41 *De lege ferenda* wäre zu erwägen, die insgesamt wenig praktikable Mitteilungspflicht gegenüber den Anteilseignern der Zielgesellschaft durch eine an Abs. 4 angelehnte Regelung zu ersetzen, wonach die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft das Geschäftsführungs- und Vertretungsorgan der Zielgesellschaft zu ersuchen hat, die Anteilseigner unverzüglich von der Erlangung der Kontrolle und von den Informationen gem. Abs. 3 in Kenntnis zu setzen. Denn die Zielgesellschaft kennt die Identität und die Adressen ihrer Anteilseigner; § 67 Abs. 6 S. 3 AktG sieht sogar explizit vor, dass eine Aktiengesellschaft die im Aktienregister erfassten Daten „für ihre Aufgaben im Verhältnis zu den Aktionären" verwendet. Erforderlich wäre dazu aber eine Änderung von Art. 27 Abs. 2 lit. b AIFM-Richtlinie. Es ist sehr zweifelhaft, ob eine eigenmächtige Abänderung bzw. Verkürzung der Mitteilungspflicht gegenüber den Anteilseignern durch den deutschen Gesetzgeber mit der unionsrechtlichen Verpflichtung zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie vereinbar wäre.[51] Art. 27 Abs. 2 lit. b AIFM-Richtlinie regelt Umfang und Adressaten der Mitteilungspflicht ausführlich und präzise, sodass nicht von einem weiten Umsetzungsspielraum der Mitgliedstaaten ausgegangen werden kann.[52]

42 **c) BaFin (Abs. 2 Nr. 3).** Abs. 2 Nr. 3 statuiert schließlich eine Mitteilungspflicht gegenüber der BaFin. Demnach wird für den Fall, dass der von dem AIF gehaltene Anteil der Stimmrechte die Schwelle von 50 Prozent überschreitet (nicht schon für den Fall des bloßen Erreichens der Schwelle), die nach Abs. 1 ohnehin bestehende Unterrichtungspflicht gegenüber der BaFin inhaltlich um die in Abs. 3 genannten Informationen erweitert.

43 **d) Arbeitnehmer (Abs. 4).** Abs. 4 erweitert den in Abs. 2 genannten Kreis der Mitteilungsadressaten dahingehend, dass er eine mittelbare Mitteilungspflicht gegenüber den Arbeitnehmervertretern bzw. den Arbeitnehmern statuiert: Gem. Abs. 4 S. 1 hat die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft in ihrer Mitteilung gegenüber der Zielgesellschaft nach Abs. 2 Nr. 1 deren Vorstand zu ersuchen, entweder die Arbeitnehmervertreter oder, falls es keine solchen Vertreter gibt, die Arbeitnehmer selbst unverzüglich von der Erlangung der Kontrolle durch den AIF und von den Informationen gem. Abs. 3 in Kenntnis zu setzen. Die Ersuchenspflicht wird gem. Abs. 4 S. 2 ergänzt durch eine Bemühenspflicht: Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft hat sich nach besten Kräften zu bemühen, sicherzustellen, dass der Vorstand entweder die Arbeitnehmervertreter oder, falls es keine solchen Vertreter gibt, die Arbeitnehmer selbst ordnungsgemäß informiert.

44 Der Begriff des „Vorstandes" ist terminologisch auf die Aktiengesellschaft zugeschnitten; bei Zielgesellschaften anderer Rechtsform besteht die Ersuchenspflicht gegenüber den jeweiligen Geschäftsführungs- und Vertretungsorganen (s. oben Rn. 37).

45 Arbeitnehmervertreter sind gem. § 1 Abs. 19 Nr. 2 Vertreter der Arbeitnehmer i.S.v. Art. 2 lit. e der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. März 2002 zur Festlegung eines allgemeinen Rahmens für die Unterrichtung und Anhörung der Arbeitnehmer in der Europäischen Gemeinschaft.[53] Nach dieser Richtlinie sind Arbeitneh-

---

51 So offenbar Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz*/*Käpplinger* AIFM, Art. 27 Rn. 39.

52 Zum Inhalt der Umsetzungspflicht siehe Grabitz/Hilf/Nettesheim/*Nettesheim* EUV/AEUV, Art. 288 AEUV Rn. 120.

53 Richtlinie 2002/14/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. März 2002 zur Festlegung eines allgemeinen Rahmens für die Unterrichtung und Anhörung der Arbeitnehmer in der Europäischen Gemeinschaft, ABl. EG Nr. L 80 v. 23.3.2002, S. 29.

mervertreter die nach den einzelstaatlichen Rechtsvorschriften und/oder Gepflogenheiten vorgesehenen Vertreter der Arbeitnehmer. Verwiesen wird damit auf die betriebliche Mitbestimmung nach Maßgabe des jeweiligen nationalen Rechts. Das Geschäftsführungs- und Vertretungsorgan der Zielgesellschaft ist daher zu ersuchen, den zuständigen Betriebsrat von der Kontrollerlangung in Kenntnis zu setzen (vgl. die ähnlich strukturierte Vorschrift des § 10 Abs. 5 S. 2 WpÜG). Da die Erlangung der Kontrolle durch AIF das gesamte Unternehmen betrifft, ist der Gesamtbetriebsrat zuständig, falls ein solcher existiert (§ 50 Abs. 1 BetrVG). Handelt es sich bei der Zielgesellschaft um das herrschende Unternehmen eines Konzerns und existiert ein Konzernbetriebsrat (§ 58 Abs. 1 BetrVG), ist dieser zuständig.

46 Die Regelungstechnik von Abs. 4, wonach der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft lediglich eine Ersuchens- und Bemühenspflicht gegenüber dem Geschäftsführungs- und Vertretungsorgan der Zielgesellschaft, aber keine unmittelbare Informationspflicht gegenüber den Arbeitnehmervertretern oder den Arbeitnehmern der Zielgesellschaft auferlegt wird, trägt dem Umstand Rechnung, dass zwischen dem AIF bzw. der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft und den Arbeitnehmern der Zielgesellschaft keine direkten Beziehungen bestehen (vgl. Erwägungsgrund 54 der AIFM-Richtlinie). Dagegen hat das Geschäftsführungs- und Vertretungsorgan der Zielgesellschaft zu den Organen der Betriebsverfassung bzw. zu den Arbeitnehmern selbst unmittelbaren Zugang. Die Ersuchens- und Bemühungspflicht der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft ist keine Erfolgs-, sondern eine reine Handlungspflicht.[54] Ihre Erfüllung setzt nicht voraus, dass eine tatsächliche Weitergabe der Informationen an die Arbeitnehmervertreter bzw. die Arbeitnehmer durch das Geschäftsführungs- und Vertretungsorgan der Zielgesellschaft erfolgt. Ausreichend ist vielmehr, dass die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft das Geschäftsführungs- und Vertretungsorgan der Zielgesellschaft zu einer unverzüglichen Information der Arbeitnehmer(-vertreter) auffordert und, soweit erforderlich, dieser Aufforderung durch entsprechendes Nachfragen und Insistieren Nachdruck verleiht.

47 Das KAGB verzichtet darauf, eine Pflicht des Geschäftsführungs- und Vertretungsorgans der Zielgesellschaft zur Weiterleitung der übermittelten Informationen an die Arbeitnehmer zu normieren. Eine solche Verpflichtung lässt sich aber grundsätzlich aus der Geschäftsführungsaufgabe als solcher ableiten;[55] die Weitergabe der Informationen wird regelmäßig der Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters (§ 93 Abs. 1 S. 1 AktG) bzw. eines ordentlichen Geschäftsmannes (§ 43 Abs. 1 GmbHG) entsprechen.

48 Gem. § 287 Abs. 5 gelten allerdings die §§ 287 bis 292 und damit auch die Mitteilungspflichten bei Kontrollerlangung gem. § 289 Abs. 2–4 lediglich vorbehaltlich der Bedingungen und Beschränkungen, die in Art. 6 der Richtlinie 2002/14/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. März 2002 zur Festlegung eines allgemeinen Rahmens für die Unterrichtung und Anhörung der Arbeitnehmer in der Europäischen Gemeinschaft[56] festgelegt sind. Damit unterliegen zum einen die Arbeitnehmervertreter einer beschränkten Vertraulichkeitsverpflichtung: Gem. Art. 6 Abs. 1 dieser Richtlinie ist es ihnen nämlich nicht gestattet, ihnen im berechtigten Interesse der Unternehmen oder Betriebe ausdrücklich als vertraulich mitgeteilte Informationen an Arbeitnehmer oder Dritte weiterzugeben. Die Vertraulichkeit der Information hängt mithin davon ab, ob der Arbeitgeber – hier das in der Mitteilung nach Abs. 2 Nr. 1 adressierte Geschäftsführungs-

54 Zutreffend Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz*/*Käpplinger* AIFM, Art. 27 Rn. 52.
55 Vgl. dazu Baumbach/Hueck/*Zöllner*/*Noack* GmbHG, § 43 Rn. 17; für die AG *Hüffer* AktG, § 93 Rn. 3a.
56 Richtlinie 2002/14/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 11. März 2002 zur Festlegung eines allgemeinen Rahmens für die Unterrichtung und Anhörung der Arbeitnehmer in der Europäischen Gemeinschaft, ABl. EG Nr. L 80 v. 23.3.2002, S. 29.

und Vertretungsorgan der Zielgesellschaft – sie als vertraulich kennzeichnet.[57] Zum anderen ist nach Art. 6 Abs. 2 der Richtlinie der Arbeitgeber nicht zur Information der Arbeitnehmervertreter verpflichtet, wenn die Information nach objektiven Kriterien die Tätigkeit des Unternehmens oder Betriebs erheblich beeinträchtigen oder dem Unternehmen oder Betrieb schaden könnte.[58] Dies kann insbesondere dann in Betracht kommen, wenn die Zielgesellschaft keine Arbeitnehmervertreter hat und damit die gesamte Belegschaft zu informieren ist.

49 Inwieweit das Geschäftsführungs- und Vertretungsorgan von der Möglichkeit Gebrauch macht, die Erlangung der Kontrolle durch den AIF für vertraulich zu erklären oder im Unternehmensinteresse von einer Information der Arbeitnehmervertreter abzusehen, spielt für Frage, ob die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft ihrer Ersuchens- und Bemühenspflicht ordnungsgemäß nachgekommen ist, keine Rolle.[59]

50 **2. Inhalt der Mitteilung.** Die Mitteilung hat zum einen über den Kontrollerwerb als solchen, d.h. den Umstand, dass der von dem AIF gehaltene Anteil der Stimmrechte 50 Prozent überschreitet (nicht bloß: erreicht), zu informieren (Abs. 2). Die Mitteilung hat zumindest die Angaben über den (bzw. die beteiligten) AIF zu enthalten, die für seine (bzw. ihre) Identifizierung erforderlich sind; dazu gehören der Name (genauer: die Firma), der satzungsmäßige Sitz und die (vollständige) Anschrift des AIF. Darüber hinaus sind in Abs. 3 weitere Angaben genannt, die die Mitteilung enthalten[60] muss; diese Angaben werden durch die Offenlegungspflichten nach § 290 weiter ergänzt.

51 Abs. 3 Nr. 1 verlangt, dass die Mitteilung Angaben zu der sich hinsichtlich der Stimmrechte ergebenden Situation enthält. Aufgrund dieser weit gefassten Formulierung ist (anders als bei der Unterrichtung nach Abs. 1, s. oben Rn. 29 f.) sowohl die Angabe des auf zwei Nachkommastellen gerundeten prozentualen Anteils der von dem AIF gehaltenen Stimmrechte als auch ihrer Anzahl erforderlich.[61] Im Falle einer gemeinsamen Kontrollerlangung ist der Stimmrechtsanteil der AIF, die Stimmrechte an dem nicht börsennotierten Unternehmen halten, im Einzelnen aufzuschlüsseln.

52 Abs. 3 Nr. 2 verlangt ferner die Mitteilung der Bedingungen, unter denen die Kontrolle erlangt wurde, wobei der Begriff der „Bedingungen" untechnisch im Sinne von „Umstände" zu verstehen ist.[62] Die wesentlichen mitteilungsbedürftigen Umstände der Kontrollerlangung werden im Normtext selbst genannt: Erforderlich ist danach die Nennung der einzelnen beteiligten Anteilseigner, der zur Stimmabgabe in ihrem Namen ermächtigten natürlichen oder juristischen Personen und gegebenenfalls der Beteiligungs-

---

57 Anders als nach § 79 BetrVG muss es sich dabei nicht um Betriebs- oder Geschäftsgeheimnisse handeln; siehe zur Richtlinienkonformität von § 79 BetrVG *Reichold* NZA **2003** 289, 297.

58 Art. 6 Abs. 2 findet im deutschen Betriebsverfassungsrecht keine Entsprechung; nach *Reichold* NZA **2003** 289, 297 musste sie wegen des Vorrangs mitgliedstaatlicher Gepflogenheiten, die für Arbeitnehmer günstiger sind, im Zuge der Umsetzung der Richtlinie 2002/14/EG in Deutschland nicht neu eingeführt werden. Da Art. 26 Abs. 6 AIFM-Richtlinie aber auf den vollständigen Regelungsgehalt von Art. 6 der Richtlinie 2002/14/EG verweist, nicht aber auf die in dieser Richtlinie enthaltenen Vorbehalte zugunsten mitgliedstaatlicher Gepflogenheiten, war der deutsche Gesetzgeber gezwungen, im Zuge der Umsetzung der AIFM-Richtlinie nicht auf § 79 BetrVG zu verweisen, sondern auf den inhaltlich weiterreichenden Art. 6 der Richtlinie 2002/14/EG.

59 Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz*/*Käpplinger* AIFM, Art. 27 Rn. 55.

60 Abs. 3 spricht fälschlicherweise davon, dass die Mitteilung diese Angaben „erhält"; es müsste heißen: „enthält".

61 Ebenso Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz*/*Käpplinger* AIFM, Art. 27 Rn. 42; ebenso für § 21 WpHG BaFin-Emittentenleitfaden, 4. Aufl. (Stand 22. Juli 2013) VIII.2.3.9.2., S. 110; Assmann/Schneider/*Schneider* WpHG, § 21 Rn. 121 f.; Schwark/Zimmer/*Schwark* KMRK, § 21 WpHG Rn. 25.

62 Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz*/*Käpplinger* AIFM, Art. 27 Rn. 43.

kette, über die die Stimmrechte tatsächlich gehalten werden. Die Auflistung ist nicht abschließend. Welche Umstände darüber hinaus mitteilungsbedürftig sind, hängt von den Umständen des Einzelfalles ab. Keine Mitteilungspflicht besteht hinsichtlich der Inhalte einer dem Anteilserwerb durch den AIF zugrunde liegenden vertraglichen Vereinbarungen, etwa eines Kaufvertrags (*SPA*). Nicht mitteilungspflichtig sind insbesondere der Kaufpreis, die Modalitäten der Kaufpreiszahlung und die vertraglichen Regelungen betreffend Gewährleistung und Garantien. Abgesehen davon, dass der Kaufvertrag selbst regelmäßig gegenseitige Vertraulichkeitsverpflichtungen der Parteien enthalten wird (die freilich nur so weit reichen können, wie keine gesetzlichen Offenlegungspflichten bestehen), zählen die Inhalte des Kaufvertrages zu den legitimen Geschäftsgeheimnissen der Parteien, und es besteht kein Anlass dafür, diese Inhalte – anders als bei sonstigen M&A-Transaktionen – dem weiten Kreis der Mitteilungsadressaten (insbesondere den anderen Anteilseignern und – mittelbar – den Arbeitnehmern bzw. Arbeitnehmervertretern) zu offenbaren. Jedenfalls vermag der bloße Umstand, dass es sich bei dem Investor um einen geschlossenen Spezial-AIF handelt, eine derartige Offenlegung und den damit verbundenen Eingriff in die Rechte des AIF bzw. seiner Investoren nicht zu rechtfertigen.[63]

Abs. 3 Nr. 3 verlangt die Mitteilung des Datums, an dem die Kontrolle erlangt wurde. **53**
Entscheidend ist auch hier das Datum des vollständigen dinglichen Anteilsübergangs („Closing"; s. oben Rn. 19).

Abs. 4 verlangt ausschließlich für die Mitteilung gegenüber der Zielgesellschaft (Abs. 2 **54**
Nr. 1), dass die[64] AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft deren Geschäftsführungs- und Vertretungsorgan ersucht, die Arbeitnehmervertreter oder, falls es solche Vertreter nicht gibt, die Arbeitnehmer selbst unverzüglich von der Kontrollerlangung durch den AIF und den Informationen nach Abs. 3 Nr. 1 bis 3 in Kenntnis zu setzen (s. im Einzelnen bereits oben Rn. 43 ff.). Um der Ersuchens- und Bemühungspflicht gerecht zu werden, sollte die Mitteilung sowohl den (Gesamt-)Betriebsrat als richtigen Adressaten für die Weitergabe der Informationen benennen als auch auf das Erfordernis einer „unverzüglichen" Weitergabe dieser Informationen hinweisen. Ein Hinweis auf § 287 Abs. 5 (s. oben Rn. 48) ist weder erforderlich noch schädlich.

3. Form der Mitteilung. Anders als bei der Unterrichtung gegenüber der BaFin gem. **55**
Abs. 1 (s. oben Rn. 31) kommt für die Form der Mitteilung eine Orientierung an § 18 WpAIV nicht in Betracht. Zwar wird man auch insoweit verlangen können, dass die Mitteilung schriftlich oder per Telefax erfolgt; eine Übermittlung per E-Mail genügt nicht. Bei einer deutschen Zielgesellschaft mit deutschen Anteilseignern kann (anders als bei der BaFin) aber nicht davon ausgegangen werden, dass diese Adressaten in der Lage sind, eine englischsprachige Mitteilung zu verstehen. Hier ist es daher erforderlich, dass die erforderlichen Informationen in deutscher Sprache zur Verfügung gestellt werden. Bei einer Zielgesellschaft mit Sitz in einem anderen Mitgliedstaat spricht hingegen nichts dagegen, dass die Mitteilung in englischer Sprache erfolgt; im Gegenteil wird dadurch die Rezeption der Mitteilung erleichtert. Dies kann allerdings nicht verlangt werden; erst recht kann nicht verlangt werden, dass die Mitteilung in der Sprache des Herkunftsstaates der Zielgesellschaft erfolgt.

---

63 Wie hier Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz*/*Käpplinger* AIFM, Art. 27 Rn. 44; Striegel/Wiesbrock/Jesch/*Swoboda*/*Schatz* Kapitalbeteiligungsrecht, S. 870 f.

64 An dieser Stelle ist der Gesetzestext grammatikalisch fehlerhaft; es müsste heißen: „In *ihrer* Mitteilung nach Absatz 2 Nummer 1 ersucht die AIF- Kapitalverwaltungsgesellschaft (...)".

56 **4. Mitteilungsfrist.** Gem. Abs. 5 (s. unten Rn. 57 ff.) hat die Mitteilung gegenüber den jeweiligen Adressaten so rasch wie möglich zu erfolgen, aber nicht später als zehn Arbeitstage nach dem Tag, an dem der AIF die Kontrolle erlangt hat. Nach dem oben (Rn. 47, 49) Gesagten ist für eine fristgemäße Mitteilung nicht erforderlich, dass die tatsächliche Information der Arbeitnehmer(vertreter) durch das Geschäftsführungs- und Vertretungsorgan der Zielgesellschaft ebenfalls innerhalb der Frist des Abs. 5 erfolgt.

F. Rechtzeitigkeit der Information (Abs. 5)

57 Abs. 5 legt fest, innerhalb welcher Frist die Informationspflichten zu erfüllen sind. Die Vorschrift gilt für alle in § 289 normierten Informationspflichten, also sowohl für die Unterrichtungspflicht nach Abs. 1 als auch für die Mitteilungspflicht nach Abs. 2–4. Terminologisch orientiert sich Abs. 5 eng an Art. 27 Abs. 5 AIFM-Richtlinie, anstatt dem deutschen Rechtsanwender vertraute Formulierungen aus anderen Gesetzen aufzugreifen. Sämtliche Mitteilungen sollen „so rasch wie möglich" erfolgen. Die Formulierung ermöglicht eine Berücksichtigung der Umstände des Einzelfalles, von denen abhängt, was „möglich" ist; es liegt daher nahe, ihren Inhalt entsprechend der Legaldefinition des Begriffs „unverzüglich" i.S.d. § 121 Abs. 1 S. 1 BGB zu bestimmen.[65] Die Mitteilungen erfolgen demnach „so rasch wie möglich", wenn sie „ohne schuldhaftes Zögern" abgegeben werden. Durch eine solche Auslegung wird zugleich ein Gleichlauf zu den Mitteilungspflichten der §§ 21 Abs. 1 WpHG, 20 Abs. 1 S. 2 AktG hergestellt.

58 Spätestens müssen die Mitteilungen zehn Arbeitstage nach dem Tag, an dem der AIF die entsprechende Schwelle erreicht, überschritten oder unterschritten hat, gemacht werden. Der Fristbeginn wird erst durch den vollständigen dinglichen Anteilsübergang ausgelöst.[66] Was die Zählung der „Arbeitstage" anbelangt, ist unklar, ob Samstage mitgezählt werden sollen oder nicht. Das deutsche Recht definiert als „Werktage" alle Kalendertage, die nicht Sonn- oder gesetzliche Feiertage sind (vgl. § 3 Abs. 2 BUrlG); Samstage sind demnach als Werktage anzusehen.[67] Demgegenüber geht der allgemeine Sprachgebrauch von fünf Wochenarbeitstagen aus; in verschiedenen (teils landesrechtlichen) Gesetzen wird der Begriff des „Arbeitstages" unterschiedlich definiert.[68] Dass Abs. 5 nicht von „Werktagen" spricht, sondern von „Arbeitstagen", legt eine Orientierung am allgemeinen Sprachgebrauch nahe; es sprechen keine Argumente dafür, den Samstag als Arbeitstag mitzuzählen.

59 Unklar ist schließlich, was erforderlich ist, damit eine Mitteilung i.S.v. Abs. 5 „gemacht" wurde. Im Rahmen der Fristbestimmung nach § 21 Abs. 1 WpHG („unverzüglich, spätestens innerhalb von vier Handelstagen") wird aus der fehlenden Verweisung auf § 121 Abs. 1 S. 2 BGB gefolgert, es sei nicht nur eine Absendung innerhalb der Frist, sondern darüber hinaus ein fristgerechter Zugang der Mitteilung zu fordern.[69] Richtig ist, dass es sich bei Mitteilungen um geschäftsähnliche Handlungen handelt, auf die wegen der vergleichbaren Interessenlage die Vorschriften über Willenserklärungen grundsätzlich analog anzuwenden sind.[70] Das Gebot der analogen Anwendung gilt insbesondere für § 130 Abs. 1 BGB, wonach die einem anderen gegenüber in dessen Abwesenheit abge-

---

65 Die Frage offen lassend *Viciano-Gofferje* BB **2013** 2506, 2507.
66 Ebenso *Weitnauer* AG **2013** 672, 675.
67 ErfK ArbeitsR/*Gallner* § 3 BUrlG Rn. 3.
68 Vgl. z.B. § 3 Abs. 1 ArbeitszeitVO NRW: Arbeitstage = Montag bis Freitag; § 5 Abs. 1 ArbeitszeitVO Bayern: Arbeitstage = Werktage; § 3 ArbeitszeitVO Berlin: Arbeitstag = Werktag mit Ausnahme des Sonnabends.
69 Assmann/Schneider/*Schneider* WpHG, § 21 Rn. 131; MüKoAktG/*Bayer* § 21 WpHG Rn. 39.
70 MüKoBGB/*Armbrüster* vor § 116 Rn. 116 ff.; ausführlich *Ulrici* NJW **2003** 2053.

gebene Willenserklärung erst in dem Zeitpunkt wirksam wird, in dem sie ihm zugeht.[71] Allerdings hat der BGH die analoge Anwendung von § 130 Abs. 1 BGB nur für solche Mitteilungen und Anzeigen bejaht, an die das Gesetz Rechtsfolgen knüpft. Er hat die Analogie daher abgelehnt bei bloßen Benachrichtigungen (im konkreten Fall ging es um die Auskunfts- und Rechenschaftspflicht gem. § 666 BGB).[72] Da das Gesetz an die Unterrichtung nach Abs. 1 und die Mitteilung nach Abs. 2–4 keine unmittelbaren Rechtsfolgen knüpft, sprechen gute Argumente dafür, dass die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft nur die ordnungsgemäße Absendung innerhalb der Frist des Abs. 5 schuldet.[73] Die Berechnung der Frist richtet sich nach §§ 187 Abs. 1, 188 Abs. 1, 193 BGB.[74]

G. Rechtsfolgen bei Verstößen gegen die Unterrichtungs- bzw. Mitteilungspflicht

Gem. § 340 Abs. 2 Nr. 26 begehen die für die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft handelnden Personen eine Ordnungswidrigkeit, wenn sie vorsätzlich oder leichtfertig entgegen § 289 Abs. 1, 2 oder 5 eine Unterrichtung, Information oder Mitteilung nicht, nicht richtig, nicht vollständig oder nicht rechtzeitig vornehmen. Ein Verstoß, der auf einfacher Fahrlässigkeit beruht, genügt für die Verwirklichung des Ordnungswidrigkeitentatbestands nicht. Die Begehung der Ordnungswidrigkeit kann durch ein Bußgeld von bis zu 100.000 EUR (siehe im Einzelnen § 340 Rn. 8) geahndet werden. Damit ist der Vorgabe von Art. 48 AIFM-Richtlinie genüge getan, wonach die Mitgliedstaaten wirksame, verhältnismäßige und abschreckende Sanktionen für den Verstoß gegen die nach der Richtlinie erlassenen Bestimmungen festlegen müssen. **60**

Gem. §§ 20 Abs. 7, 21 Abs. 4 AktG sowie § 28 WpHG hat ein Verstoß gegen die in §§ 20, 21 AktG sowie §§ 21 ff. WpHG normierten Mitteilungspflichten zur Folge, dass Rechte aus Aktien, die dem Mitteilungs- bzw. Meldepflichtigen gehören, für die Zeit nicht bestehen, für welche die Mitteilungspflichten nicht erfüllt werden. Ein vergleichbarer Rechtsverlust ist bei Verstoß gegen die weiterreichenden Unterrichtungs- und Mitteilungspflichten nach § 289 weder im KAGB noch in der AIFM-Richtlinie[75] vorgesehen. Da Vorschriften, welche die Befugnisse von Gesellschaftern und damit auch die Frage des Bestehens oder Nichtbestehens von Stimmrechten regeln, Bestandteil des für die betroffene Gesellschaft maßgeblichen Gesellschaftsstatuts sind,[76] hätte der deutsche Gesetzgeber einen solchen Rechtsverlust ohnehin nur für den Erwerb von Beteiligungen an in- **61**

71 MüKoBGB/*Einsele* § 130 Rn. 4; Staudinger/*Singer* BGB, § 130 Rn. 14; *Ulrici* NJW **2003** 2053, 2055.
72 BGH 7.5.2002 NJW **2002** 2703, 2703 f.
73 Würde man die analoge Anwendung von § 130 Abs. 1 BGB bejahen, müsste ohne weiteres der Zugang innerhalb der Frist erfolgen; dies folgt nicht erst aus der fehlenden Verweisung auf § 121 Abs. 1 S. 2 BGB. Eine Abweichung von der Regel ließe sich allenfalls durch analoge Anwendung von § 121 Abs. 1 S. 2 BGB begründen. Bei der analogen Anwendung der Norm ist allerdings wegen der schutzwürdigen Interessen des Erklärungsempfängers Zurückhaltung geboten, da es sich um eine Ausnahmevorschrift zum Schutz des Erklärenden handelt, der bei der Abgabe der angefochtenen Willenserklärung einem Irrtum unterlag; s. Staudinger/*Singer* BGB, § 121 Rn. 12; BAG 3.7.1980 NJW **1981** 1332, 1334.
74 Siehe für § 21 WpHG MüKoAktG/*Bayer* § 21 WpHG Rn. 39.
75 Vgl. demgegenüber den im Zuge der Überarbeitung der Transparenzrichtlinie (Richtlinie 2013/50/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Oktober 2013, ABl. EU Nr. L 294 v. 6.11.2013, S. 13) neu geschaffenen Art. 28b Abs. 2 Transparenzrichtlinie (Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. EG Nr. L 390 v. 31.12.2004, S. 38).
76 Zum Umfang des Gesellschaftsstatuts MüKoBGB/*Kindler* IntGesR Rn. 543; vgl. ferner RG 25.5.1910 RGZ **73** 366, 367.

ländischen Zielgesellschaften vorsehen können.[77] Außerdem wird mit Recht bezweifelt, ob die Anordnung eines Rechtsverlusts mit dem Verhältnismäßigkeitsgebot vereinbar wäre.[78] Zu einem Rechtsverlust kann es daher nur dann kommen, wenn es sich bei der Zielgesellschaft um ein nicht börsennotiertes Unternehmen in der Rechtsform der Aktiengesellschaft handelt und die neben den Informationspflichten gem. § 289 weiterhin bestehenden Mitteilungspflichten nach § 20 AktG verletzt werden.

62 Fraglich ist, ob die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft im Falle einer unterlassenen, nicht richtigen, nicht vollständigen oder nicht rechtzeitigen Unterrichtung oder Mitteilung zivilrechtlich zum Schadensersatz verpflichtet ist. Das KAGB selbst sieht eine Schadensersatzpflicht nicht vor, sodass ein Anspruch sich allenfalls aus § 823 Abs. 2 BGB ergeben könnte. Für die in §§ 20, 21 AktG sowie §§ 21 ff. WpHG normierten Mitteilungspflichten ist umstritten, ob es sich dabei um Schutzgesetze i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB handelt;[79] dieselbe Frage stellt sich mit Blick auf § 289. Dabei kommt es für die Bejahung der Schutzgesetzeigenschaft maßgeblich darauf an, ob die jeweilige Vorschrift dem Schutz von Individualinteressen zu dienen bestimmt ist.[80] Dies ist jedenfalls für die Unterrichtungspflicht gegenüber der BaFin nach Abs. 1 zu verneinen. Für die Mitteilungspflicht nach Abs. 2–4 lässt sich vertreten, dass diese zumindest auch dem spezifischen Informationsbedürfnis der darin genannten Informationsadressaten im Hinblick auf den Beteiligungserwerb durch geschlossene Spezial-AIF dienen (zur Unschärfe des Normzwecks s. oben Rn. 4 ff.). Ein Schadensersatzanspruch erscheint daher theoretisch denkbar, wird aber in der Praxis gleichwohl keine Rolle spielen, da der erforderliche Nachweis eines kausal auf der Verletzung der Mitteilungspflicht beruhenden Schadens nur schwer zu führen sein dürfte.

§ 290
Offenlegungspflicht bei Erlangen der Kontrolle

(1) Erlangt ein AIF allein oder gemeinsam mit anderen AIF die Kontrolle über ein nicht börsennotiertes Unternehmen oder einen Emittenten gemäß § 287 Absatz 1 in Verbindung mit § 288 Absatz 1, legt die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft den folgenden Stellen die in Absatz 2 genannten Informationen vor:

1. dem betreffenden Unternehmen,

2. den Anteilseignern, soweit deren Identität und Adresse der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft

a) vorliegen,

b) von dem nicht börsennotierten Unternehmen zur Verfügung gestellt werden können oder

c) über ein Register, zu dem die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft Zugang hat oder erhalten kann, zur Verfügung gestellt werden können und

3. die Bundesanstalt.

(2) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft legt die folgenden Informationen vor:

---

77 Vgl. Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz*/*Käpplinger* AIFM, Art. 27 Rn. 56.

78 Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz*/*Käpplinger* AIFM, Art. 27 Rn. 56.

79 Zum Meinungsstand hinsichtlich §§ 20, 21 AktG s. Spindler/Stilz/*Petersen* AktG, Vorbemerkung zu §§ 20 bis 22 Rn. 25 ff. und hinsichtlich §§ 21 ff. WpHG Assmann/Schneider/*Schneider* WpHG, § 28 Rn. 79 ff.; Schwark/Zimmer/*Schwark* KMRK, § 28 WpHG Rn. 20.

80 Staudinger/*Hager* BGB, § 823 Rn. G 19; MüKoBGB/*Wagner* § 823 Rn. 405.

1. die Identität der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft, die entweder allein oder im Rahmen einer Vereinbarung mit anderen AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften die AIF verwalten, die die Kontrolle erlangt haben,
2. die Grundsätze zur Vermeidung und Steuerung von Interessenkonflikten, insbesondere zwischen der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft, dem AIF und dem Unternehmen, einschließlich Informationen zu den besonderen Sicherheitsmaßnahmen, die getroffen wurden, um sicherzustellen, dass Vereinbarungen zwischen der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft oder dem AIF und dem Unternehmen wie zwischen voneinander unabhängigen Geschäftspartnern geschlossen werden, und
3. die Grundsätze für die externe und interne Kommunikation in Bezug auf das Unternehmen, insbesondere gegenüber den Arbeitnehmern.

(3) In ihrer Mitteilung nach Absatz 1 Nummer 1 ersucht die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft den Vorstand des Unternehmens, entweder die Arbeitnehmervertreter oder, falls es keine solchen Vertreter gibt, die Arbeitnehmer selbst unverzüglich von den Informationen gemäß Absatz 2 in Kenntnis zu setzen. Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft bemüht sich nach besten Kräften sicherzustellen, dass der Vorstand entweder die Arbeitnehmervertreter oder, falls es keine solchen Vertreter gibt, die Arbeitnehmer selbst ordnungsgemäß informiert.

(4) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft stellt sicher, dass den in Absatz 1 Nummer 1 und 2 genannten Unternehmen und Anteilseignern folgende Informationen offengelegt werden:
1. die Absichten des AIF hinsichtlich der zukünftigen Geschäftsentwicklung des nicht börsennotierten Unternehmens und
2. die voraussichtlichen Auswirkungen auf die Beschäftigung, einschließlich wesentlicher Änderungen der Arbeitsbedingungen.

Ferner ersucht die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft den Vorstand des nicht börsennotierten Unternehmens, die in diesem Absatz genannten Informationen entweder den Arbeitnehmervertretern oder, falls es keine solchen Vertreter gibt, den Arbeitnehmern des nicht börsennotierten Unternehmens selbst zur Verfügung zu stellen und bemüht sich nach besten Kräften, dies sicherzustellen.

(5) Sobald ein AIF die Kontrolle über ein nicht börsennotiertes Unternehmen gemäß § 287 Absatz 1 in Verbindung mit § 288 Absatz 1 erlangt, legt die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft, die den betreffenden AIF verwaltet, der Bundesanstalt und den Anlegern des AIF Angaben zur Finanzierung des Erwerbs vor.

Schrifttum

Baums Low Balling, Creeping in und deutsches Übernahmerecht, ZIP **2010** 2374; *Behrens* „Corporate Governance", FS Drobnig (**1998**) 491; *Berle*/*Means* The Modern Corporation and Private Property, 1932; *Fleischer* Mitteilungspflichten für Inhaber wesentlicher Beteiligungen (§ 27a WpHG), AG **2008** 873; *Greven*/*Fahrenholz* Die Handhabung der neuen Mitteilungspflichten nach § 27a WpHG, BB **2009** 1487; *Jensen*/*Meckling* Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, J.Fin.Econ. 3 (**1976**) 305; *Möllers*/*Harrer*/*Krüger* Die Regelung von Hedgefonds und Private Equity durch die neue AIFM-Richtlinie, WM **2011** 1537; *Schröder*/*Rahn* Das KAGB und Private-Equity-Transaktionen – Pflichten für Manager von Private-Equity-Fonds und deren Verwahrstellen, GWR **2014** 49; *Weitnauer* Das Übernahmesonderrecht des KAGB und seine Auswirkungen auf die Private-Equity-Branche, AG **2013** 672; *Wißmann* Probleme bei der Umsetzung der EG-Richtlinie über Massenentlassungen in deutsches Recht, RdA **1998** 221; *Zetzsche* Anteils- und Kontrollerwerb an Zielgesellschaften durch Verwalter alternativer Investmentfonds, NZG **2012** 1164.

Systematische Übersicht

A. Überblick — 1
B. Entstehungsgeschichte — 4
C. Normzweck — 5
D. Offenlegungspflichten bei Kontrollerlangung über ein nicht börsennotiertes Unternehmen oder einen Emittenten (Abs. 1–3) — 7
  I. Voraussetzungen der Offenlegungspflicht — 8
  II. Rechtsfolge: Offenlegungspflicht
    1. Offenlegungsadressaten — 14
    2. Inhalt der Offenlegung
      a) Identität der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft (Abs. 2 Nr. 1) — 16
      b) Grundsätze zur Vermeidung und Steuerung von Interessenkonflikten (Abs. 2 Nr. 2) — 18
      c) Grundsätze für die externe und interne Kommunikation in Bezug auf das Unternehmen, insbesondere gegenüber den Arbeitnehmern (Abs. 2 Nr. 3) — 22
    3. Form der Offenlegung — 23
    4. Offenlegungsfrist — 24
E. Besondere Offenlegungspflichten bei Kontrollerlangung über ein nicht börsennotiertes Unternehmen (Abs. 4) — 25
  I. Voraussetzungen der Offenlegungspflicht — 26
  II. Rechtsfolge: Offenlegungspflicht
    1. Offenlegungsadressaten — 28
    2. Inhalt der Offenlegung
      a) Absichten des AIF hinsichtlich der zukünftigen Geschäftsentwicklung der Zielgesellschaft (Abs. 4 Nr. 1) — 29
      b) Voraussichtliche Auswirkungen auf die Beschäftigung (Abs. 4 Nr. 2) — 36
    3. Form der Offenlegung — 39
    4. Offenlegungsfrist — 40
F. Pflicht zur Vorlage von Angaben zur Finanzierung des Erwerbs (Abs. 5) — 41
  I. Voraussetzungen der Offenlegungspflicht — 42
  II. Rechtsfolge: Offenlegungspflicht
    1. Offenlegungsadressaten — 43
    2. Inhalt der Offenlegung — 44
    3. Form der Offenlegung — 48
    4. Offenlegungsfrist — 49
G. Rechtsfolgen bei Verstößen gegen die Offenlegungspflicht — 50

A. Überblick

1 § 290 statuiert weitreichende Offenlegungspflichten der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft für den Fall, dass der AIF gemeinsam oder mit anderen AIF die Kontrolle über die Zielgesellschaft gem. § 287 Abs. 1 i.V.m. § 288 Abs. 1 erlangt. Die Vorschrift ergänzt und erweitert damit die bereits in § 289 Abs. 2–4 normierten Mitteilungspflichten der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft im Falle der Kontrollerlangung über ein nicht börsennotiertes Unternehmen.

2 Die verschiedenen in § 290 geregelten Offenlegungspflichten unterscheiden sich sowohl hinsichtlich ihrer tatbestandlichen Voraussetzungen in Bezug auf die Zielgesellschaft als auch hinsichtlich der Adressaten der jeweils offenzulegenden Informationen. So bestehen die Offenlegungspflichten gem. Abs. 1–3 nicht nur im Falle der Kontrollerlangung über ein nicht börsennotiertes Unternehmen, sondern auch dann, wenn es sich bei der Zielgesellschaft um einen Emittenten handelt. Dagegen bestehen die Pflichten nach Abs. 4 und nach Abs. 5 lediglich bei Erlangung der Kontrolle über ein nicht börsennotiertes Unternehmen. Die Informationen gem. Abs. 1–3 sind gegenüber der Zielgesellschaft, deren Anteilseignern, der BaFin sowie (mittelbar) gegenüber den Arbeitnehmern bzw. ihren Vertretern offenzulegen. Die Informationen gem. Abs. 4 sind dagegen nur gegenüber der Zielgesellschaft, deren Anteilseignern sowie (mittelbar) den Arbeitnehmer(vertretern) offenzulegen, nicht aber gegenüber der BaFin. Die Informationen zur Finanzierung des Erwerbs gem. Abs. 5 sind der BaFin sowie den Anlegern des AIF vorzulegen.

Daraus ergibt sich folgende Übersicht: **3**

	Zielgesellschaft	Offenlegungsadressat	Inhalt der Offenlegung
Abs. 1–3	– Nicht börsennotiertes Unternehmen – Emittent	– Zielgesellschaft – Anteilseigner der Zielgesellschaft – BaFin – Arbeitnehmervertreter bzw. Arbeitnehmer (mittelbar)	– Identität der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft – Grundsätze zur Vermeidung und Steuerung von Interessenkonflikten – Grundsätze für die externe und interne Kommunikation in Bezug auf das Unternehmen, insbesondere gegenüber den Arbeitnehmern
Abs. 4	Nicht börsennotiertes Unternehmen	– Zielgesellschaft – Anteilseigner der Zielgesellschaft – Arbeitnehmervertreter bzw. Arbeitnehmer (mittelbar)	– Absichten des AIF hinsichtlich der zukünftigen Geschäftsentwicklung der Zielgesellschaft – Voraussichtliche Auswirkungen auf die Beschäftigung
Abs. 5	Nicht börsennotiertes Unternehmen	– BaFin – Anleger des AIF	– Angaben zur Finanzierung des Erwerbs

B. Entstehungsgeschichte

Durch § 290 wird Art. 28 AIFM-Richtlinie in deutsches Recht umgesetzt.[1] Der deutsche Gesetzgeber setzt die Vorgaben der Richtlinie eins zu eins um. Er macht keinen Gebrauch von der in Art. 28 Abs. 1 UAbs. 2 AIFM-Richtlinie enthaltenen Ermächtigung, wonach die Mitgliedstaaten vorschreiben können, dass die in Abs. 2 festgelegten Informationen auch den für das nicht börsennotierte Unternehmen zuständigen nationalen Behörden vorgelegt werden. Abs. 4 wurde gegenüber Art. 28 Abs. 4 AIFM-Richtlinie sprachlich verkürzt und hat dadurch an Präzision eingebüßt (s. unten Rn. 26); eine inhaltliche Abweichung von den Vorgaben der Richtlinie ist damit aber nicht verbunden. **4**

C. Normzweck

Ebenso wie die Mitteilungspflichten gem. § 289 Abs. 2–4 dienen auch die in § 290 Abs. 1–4 statuierten Offenlegungspflichten vordergründig der Transparenz beim Kontrollerwerb durch geschlossene Spezial-AIF, insbesondere einer Verbesserung der Infor- **5**

1 Zur Entstehungsgeschichte von Art. 28 AIFM-Richtlinie s. Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz/Käpplinger* AIFM, Art. 28 Rn. 3.

mationspolitik gegenüber der Zielgesellschaft und deren Arbeitnehmer(vertretern).[2] Anders als die strukturell vergleichbare Mitteilungspflicht nach § 27a WpHG (die freilich nur für den Erwerb wesentlicher Beteiligungen an einem Emittenten gilt, für den die Bundesrepublik Deutschland der Herkunftsstaat ist, und die zudem in der Satzung des Emittenten abbedungen werden kann) und die teilweise ähnlich formulierten Anforderungen an den Inhalt einer Angebotsunterlage i.S.d. § 11 WpÜG, knüpfen § 290 und Art. 28 AIFM-Richtlinie aber nicht an den Umstand, den Umfang oder die Modalitäten des Beteiligungserwerbs als solchen und die daraus resultierenden Informationsbedürfnisse bestimmter Adressaten an. Vielmehr werden die Offenlegungspflichten ausschließlich dadurch begründet und ausgelöst, dass die Beteiligung durch geschlossene Spezial-AIF[3] erworben wird. Bei der Kontrollerlangung durch andere Investoren bestehen diese Offenlegungspflichten nicht. Dies ist aus den bereits zu § 289 ausgeführten Gründen rechtspolitisch fragwürdig (siehe ausführlich § 289 Rn. 4 ff.). Bemerkenswert und mit Blick auf die Schutzrichtung der Vorschrift wenig stimmig erscheint insbesondere, dass die in § 290 Abs. 1 bis 3 statuierten Offenlegungspflichten nur beim Erwerb der Kontrolle über einen Emittenten durch einen geschlossenen Spezial-AIF, nicht aber durch einen Hedgefonds gelten; auf § 290 Abs. 1 bis 3 wird in § 283 i.V.m. § 282 nicht verwiesen. Aus Sicht der in § 290 Abs. 1 bis 3 angesprochenen Informationsadressaten macht es aber keinen Unterschied, ob die Kontrolle durch einen geschlossenen Spezial-AIF (Private Equity-Fonds) oder durch einen Hedgefonds erworben wird; das Informationsbedürfnis ist (sofern überhaupt vorhanden) in beiden Fällen identisch.

6 Abs. 5 verfolgt einen eigenständigen, rechtspolitisch überzeugenden Normzweck. Dieser besteht zum einen darin, die Anleger über die von der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft verfolgte Anlagepolitik und die damit verbundenen Risiken zu informieren; er trägt damit dem zwischen den Anlegern des AIF und der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft bestehenden *Principal Agent*-Konflikt[4] Rechnung. Zum anderen ermöglichen Informationen zur Finanzierung des Erwerbs der BaFin, etwaige systemische Risiken, die aus umfangreichen Fremdfinanzierungen von Beteiligungserwerben durch Private Equity-Fonds resultieren können, frühzeitig zu erkennen.

D. Offenlegungspflichten bei Kontrollerlangung über ein nicht börsennotiertes Unternehmen oder einen Emittenten (Abs. 1–3)

7 Abs. 1–3 sind gemeinsam zu lesen und verpflichten die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft für den Fall der Kontrollerlangung durch AIF über ein nicht börsennotiertes Unternehmen oder einen Emittenten zur Offenlegung bestimmter, in Abs. 2 näher bezeichneter Informationen: der Identität der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft (Abs. 2 Nr. 1), der Grundsätze zur Vermeidung und Steuerung von Interessenkonflikten, insbesondere zwischen der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft, dem AIF und der Zielgesellschaft (Abs. 2 Nr. 2), sowie der Grundsätze für die externe und interne Kommunikation in Bezug auf das Unternehmen, insbesondere gegenüber den Arbeitnehmern (Abs. 2 Nr. 3). Die Offenlegungspflicht besteht gegenüber demselben Adressatenkreis wie die Mitteilungspflicht gem. § 289 Abs. 2–4.

---

2 Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz/Käpplinger* AIFM, Art. 27 Rn. 4.

3 Die §§ 287 ff. gelten für geschlossene inländische Spezial-AIF, finden über die Verweisung des § 261 Abs. 7 aber auch auf geschlossene inländische Publikums-AIF Anwendung; krit. dazu *Weitnauer* AG **2013** 672, 674.

4 Siehe grundlegend *Berle/Means* The Modern Corporation and Private Property; *Jensen/Meckling* J.Fin.Econ. 3 (**1976**) 305; zusammenfassend *Behrens* FS Drobnig, 491, 494 ff.

I. Voraussetzungen der Offenlegungspflicht

Offenlegungspflichtig ist ebenso wie im Rahmen von § 289 die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft (s. § 289 Rn. 11 ff.). Die Offenlegungspflicht besteht unabhängig davon, ob es sich bei der Zielgesellschaft um ein nicht börsennotiertes Unternehmen oder um einen Emittenten handelt. Ausgelöst wird die Offenlegungspflicht dadurch, dass der AIF allein oder gemeinsam mit anderen AIF die Kontrolle über die Zielgesellschaft erlangt. **8**

Der Begriff des nicht börsennotierten Unternehmens ist in § 1 Abs. 19 Nr. 27 legaldefiniert. Ein nicht börsennotiertes Unternehmen ist demnach ein Unternehmen, das seinen satzungsmäßigen Sitz in der Europäischen Union hat und dessen Anteile im Sinne von Art. 4 Abs. 1 Nr. 14 der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente (ABl. L 145 vom 30.4.2004, S. 1) nicht zum Handel auf einem regulierten (richtigerweise: geregelten, s. § 289 Rn. 16, Fußn. 22) Markt zugelassen sind; die Definition erfasst Unternehmen unabhängig davon, ob sie in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft oder einer Personenhandelsgesellschaft verfasst sind (siehe ausführlich § 289 Rn. 17). Handelt es sich bei der Zielgesellschaft um ein nicht börsennotiertes Unternehmen, ist von einer Kontrollerlangung durch den AIF auszugehen, wenn der von dem AIF gehaltene Anteil der Stimmrechte mehr als 50 Prozent erreicht (§ 288 Abs. 1). Eine gemeinsame Kontrollerlangung setzt voraus, dass entweder verschiedene AIF, die von derselben AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft verwaltet werden, aufgrund einer Vereinbarung gemeinsam Stimmrechte an einem nicht börsennotierten Unternehmen in einem Umfang von mehr als 50 Prozent halten, oder dass mehrere AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften, die aufgrund einer Vereinbarung zusammenarbeiten, AIF verwalten, die gemeinsam mehr als 50 Prozent halten (siehe im Einzelnen die Kommentierungen zu §§ 287, 288, 289 Rn. 34). **9**

Der Begriff des Emittenten ist das Gegenstück zum nicht börsennotierten Unternehmen und wird in § 287 Abs. 4 dahingehend konkretisiert, dass es sich um einen Emittenten im Sinne von Art. 2 Abs. 1 lit. d der Richtlinie 2004/109/EG[5] handeln muss, der seinen satzungsmäßigen Sitz in der Europäischen Union hat und dessen Wertpapiere im Sinne von Art. 4 Abs. 1 Nr. 14 der Richtlinie 2004/39/EG[6] zum Handel auf einem organisierten Markt im Sinne von § 2 Abs. 5 WpHG zugelassen sind. Die Definition ist aufgrund der mehrfachen Verweisungen nicht nur sperrig, sondern auch teilweise redundant. Entscheidend sind zwei Merkmale: *Erstens* der satzungsmäßige Sitz in der europäischen Union (insoweit besteht ein Gleichlauf zum Begriff des nicht börsennotierten Unternehmens) und *zweitens* die Zulassung der Anteile zum Handel auf einem geregelten[7] Markt (darin besteht der Unterschied zum Begriff des nicht börsennotierten Unternehmens). **10**

Die Erlangung von Kontrolle an einem Emittenten richtet sich (anders als bei nicht börsennotierten Zielgesellschaften) nicht nach § 288 Abs. 1; vielmehr verweist § 288 Abs. 3 insoweit auf Art. 5 Abs. 3 der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote (ABl. L 142 vom 30.4.2004, **11**

---

5 Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. L 390 vom 31.12.2004, S. 38.

6 Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates, ABl. L 145 vom 30.4.2004, S. 1.

7 Dem in der MiFID verwendeten Begriff des „geregelten Marktes" entspricht im deutschen Recht der „organisierte Markt" i.S.d. § 2 Abs. 5 WpHG.

S. 12). Danach bestimmen sich der prozentuale Anteil der Stimmrechte, der eine Kontrolle begründet, und die Art der Berechnung dieses Anteils nach den Vorschriften des Mitgliedstaats, in dem die Gesellschaft ihren Sitz hat; der Begriff der Kontrolle wird in Bezug auf Emittenten weder durch die Übernahmerichtlinie noch durch die AIFM-Richtlinie harmonisiert. Für Emittenten mit Sitz in Deutschland bedeutet diese (Rück-)Verweisung auf das nationale Recht, dass gem. § 29 Abs. 2 WpÜG eine Kontrollerlangung schon beim Halten von mindestens 30 Prozent der Stimmrechte gegeben ist.[8] Anstelle der vergleichsweise knappen Zurechnungsnorm des § 288 Abs. 2 treten die deutlich umfassenderen Zurechnungsregeln des § 30 WpÜG.

12 Die Offenlegungspflichten aus § 290 Abs. 1–3 treten bei der Erlangung der Kontrolle über einen Emittenten damit neben die Pflicht zur Veröffentlichung der Kontrollerlangung und zur Abgabe eines Pflichtangebots aus § 35 Abs. 1 bzw. Abs. 2 WpÜG. Adressat der in § 35 WpÜG normierten Pflichten ist freilich derjenige, der die Kontrolle erlangt, mithin nicht die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft, sondern der AIF selbst.

13 Wenn der von dem AIF erworbene bzw. gehaltene, die Kontrollerlangung begründende Anteil der Stimmrechte 100 Prozent beträgt, entfällt die Offenlegungspflicht gegenüber den übrigen Anteilseignern nach Abs. 1 Nr. 2, da solche nicht mehr existieren, wohingegen die Offenlegungspflicht gegenüber der Zielgesellschaft bzw. deren Geschäftsführungs- und Vertretungsorgan (Abs. 1 Nr. 1) sowie gegenüber der BaFin (Abs. 1 Nr. 3) auch im Falle eines Erwerbs aller Anteile besteht. Ferner muss die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft auch bei Erwerb aller Anteile auf eine Information der Arbeitnehmer (-vertreter) durch das Leitungsorgan gem. Abs. 3 hinwirken (vgl. § 289 Rn. 35).

II. Rechtsfolge: Offenlegungspflicht

14 **1. Offenlegungsadressaten.** Abs. 1 bestimmt die unmittelbaren Adressaten der Offenlegung: die Zielgesellschaft (Abs. 1 Nr. 1), deren Anteilseigner (Abs. 1 Nr. 2) sowie die[9] BaFin (Abs. 1 Nr. 3). Insoweit wird auf die Kommentierung zu § 289, Rn. 36 ff. verwiesen. Handelt es sich bei der Zielgesellschaft um einen Emittenten mit typischerweise großem Anteilseignerkreis, dürfte eine lückenlose Offenlegung gegenüber sämtlichen Anteilseignern in der Praxis kaum möglich sein, da der AIF-Kapitalgesellschaft die Adressen der Aktionäre nicht vorliegen werden. Kann die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft ihrer Offenlegungspflicht aus diesem Grunde nicht gegenüber allen Offenlegungsadressaten nachkommen, so ist darin keine Pflichtverletzung und keine Ordnungswidrigkeit der handelnden Personen (§ 340 Abs. 2 Nr. 27) zu sehen.

15 Abs. 3 erweitert den Kreis der Offenlegungsadressaten, indem er die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft verpflichtet, darauf hinzuwirken, dass das Geschäftsführungs- und Vertretungsorgan der Zielgesellschaft die Arbeitnehmervertreter (d.h. den zuständigen Betriebsrat, Gesamtbetriebsrat oder Konzernbetriebsrat) oder, falls es keine solchen Vertreter gibt, die Arbeitnehmer selbst unverzüglich von den Informationen gem. Abs. 2 in Kenntnis setzt. Ebenso wie im Rahmen von § 289 Abs. 4 sind die Arbeitnehmervertreter bzw. die Arbeitnehmer damit mittelbare Offenlegungsadressaten; die Ausführungen zu § 289 Rn. 43 ff. gelten entsprechend.

---

8 Der Schwellenwert von 30% ist auch in den Rechtsordnungen anderer Mitgliedstaaten verbreitet; s. den Überblick bei *Baums* ZIP **2010** 2374, 2379.

9 Abs. 1 Nr. 3 ist grammatikalisch fehlerhaft; es müsste heißen: „der Bundesanstalt".

2. Inhalt der Offenlegung

a) Identität der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft (Abs. 2 Nr. 1). Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft muss die Angaben offenlegen, die für ihre eigene Identifizierung sowie ggf. die Identifizierung der anderen beteiligten AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften[10] erforderlich sind. Dazu gehören der Name (genauer: die Firma), der satzungsmäßige Sitz und die (vollständige) Anschrift der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft. Die Nummer der Handelsregistereintragung ist für eine Identifizierung der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft nicht zwingend erforderlich; ihre Angabe kann sich gleichwohl als zweckmäßig erweisen.[11] **16**

Abs. 2 Nr. 1 verlangt keine Offenlegung der Identität des AIF. Dies ist deshalb entbehrlich, weil im Falle der Kontrollerlangung über ein nicht börsennotiertes Unternehmen die den AIF betreffenden Angaben bereits in der Mitteilung gem. § 289 Abs. 2–4 über die Kontrollerlangung enthalten sind (§ 289 Rn. 50); im Falle der Kontrollerlangung über einen Emittenten ergeben sie sich aus der sowohl im Rahmen eines Übernahmeangebots (§ 34 i.V.m. § 11 WpÜG) als auch im Rahmen eines Pflichtangebots (§ 39 i.V.m. § 11 WpÜG) vorzulegenden Angebotsunterlage (§ 11 Abs. 2 S. 2 Nr. 1 WpÜG). **17**

b) Grundsätze zur Vermeidung und Steuerung von Interessenkonflikten (Abs. 2 Nr. 2). Offenzulegen sind ferner die Grundsätze zur Vermeidung und Steuerung von Interessenkonflikten, insbesondere zwischen der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft, dem AIF und dem Unternehmen. Dazu zählen nach dem Wortlaut des Gesetzes auch Informationen zu den besonderen Sicherheitsmaßnahmen, die getroffen wurden, um sicherzustellen, dass Vereinbarungen zwischen der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft oder dem AIF und dem Unternehmen wie zwischen voneinander unabhängigen Geschäftspartnern (d.h. *at arm's length*) geschlossen werden. **18**

Dass im Zusammenhang mit dem Erwerb von Beteiligungen durch AIF ganz verschiedenartige Interessenkonflikte auftreten können, liegt auf der Hand. Von diesen Interessenkonflikten betrifft Abs. 2 Nr. 2 nur einen Ausschnitt: Zum einen mögliche Interessenkonflikte zwischen der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft und der Zielgesellschaft, wie sie etwa aus Gebühren entstehen können, welche die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft der Zielgesellschaft in Rechnung stellt; zum anderen mögliche Interessenkonflikte zwischen dem AIF und der Zielgesellschaft, wie sie etwa entstehen können, wenn die Finanzierung des Beteiligungserwerbs oder die Rückführung einer Kaufpreisfremdfinanzierung zu Lasten der Zielgesellschaft erfolgen soll.[12] Die Offenlegungspflicht beschränkt sich auf die Darstellung der Grundsätze zur Vermeidung und Steuerung von solchen Interessenkonflikten, die in Bezug auf die Zielgesellschaft bestehen, nicht aber von etwaigen Interessenkonflikten zwischen der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft und dem AIF. Zum einen würde eine Offenlegung von Grundsätzen zur Vermeidung und Steuerung solcher Interessenkonflikte gegenüber den in Abs. 1 und 3 benannten Offenlegungsadressaten keinen Sinn ergeben; zum anderen werden die Anforderungen an den Umgang mit solchen Interessenkonflikten abschließend durch § 27 geregelt. **19**

An die Erfüllung der Offenlegungspflicht nach Abs. 2 Nr. 2 können grundsätzlich keine hohen Anforderungen gestellt werden. Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft hat **20**

---

10 Das KAGB verwendet fälschlicherweise den Singular; es müsste heißen: „AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften". Vgl. Art. 28 Abs. 2 lit. a AIFM-Richtlinie: „die Namen *der* AIFM (...)".

11 Die Angabe der Registernummer verlangen Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz/Käpplinger* AIFM, Art. 28 Rn. 13.

12 Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz/Käpplinger* AIFM, Art. 27 Rn. 18.

lediglich in abstrakter Form Grundsätze zur Vermeidung und Steuerung von Interessenkonflikten darzustellen. Es wird aber – obwohl dadurch viel eher ein Beitrag zur Lösung des Problems möglicher Interessenkonflikte geleistet werden könnte – nicht verlangt, dass die im Einzelfall konkret auftretenden Interessenkonflikte beschrieben werden und die Darstellung der Grundsätze darauf Bezug nimmt, indem sie Wege zur Bewältigung dieser konkreten Interessenkonflikte aufzeigt. Auch ist der Vorschrift nicht zu entnehmen, welchen qualitativen und quantitativen Anforderungen die Grundsätze genügen müssen. Weder enthält sie eine Zielvorgabe dahingehend, dass Interessenkonflikte grundsätzlich im Sinne der Zielgesellschaft zu lösen wären, noch regelt sie, wie Interessenkonflikte tatsächlich zu steuern und zu vermeiden sind, oder verbietet bestimmte Praktiken, die typischerweise zu Interessenkonflikten führen.[13]

21 Eine konkrete inhaltliche Vorgabe ist Abs. 2 Nr. 2 ausschließlich im Hinblick auf Vereinbarungen zwischen der AIF-Kapitalgesellschaft oder dem AIF und der Zielgesellschaft zu entnehmen: Indem er eine Darstellung der besonderen Sicherheitsmaßnahmen verlangt, die getroffen wurden, um sicherzustellen, dass solche Vereinbarungen wie zwischen voneinander unabhängigen Geschäftspartnern geschlossen werden, schreibt er dies zugleich vor und statuiert damit eine entsprechende Verhaltenspflicht der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft.[14] Vertragliche Vereinbarungen mit der Zielgesellschaft, etwa über die entgeltliche Erbringung von Beratungs- und sonstigen Dienstleistungen durch die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft, sind damit unter Berücksichtigung des *Arms Length*-Prinzips abzuschließen. Ein Verbot des Abschlusses von Unternehmensverträgen ist damit nicht verbunden, weil es sich dabei nicht um „Vereinbarungen zwischen Geschäftspartnern" handelt; insoweit wird die Zielgesellschaft durch die Schutzmechanismen des allgemeinen Gesellschaftsrechts (§ 301 AktG) hinreichend geschützt.[15]

22 **c) Grundsätze für die externe und interne Kommunikation in Bezug auf das Unternehmen, insbesondere gegenüber den Arbeitnehmern (Abs. 2 Nr. 3).** Offenzulegen sind schließlich die Grundsätze für die externe und interne Kommunikation in Bezug auf die Zielgesellschaft, insbesondere gegenüber den Arbeitnehmern. Auch Abs. 2 Nr. 3 enthält keine inhaltlichen Vorgaben im Hinblick auf die konkrete Kommunikationspolitik, sondern verlangt lediglich die Darstellung entsprechender Grundsätze. Der Sinn einer solchen Offenlegungspflicht erschließt sich schon deshalb nicht, weil zwischen der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft oder dem AIF als Gesellschafter und den Arbeitnehmern regelmäßig überhaupt keine unmittelbare Kommunikation stattfinden wird. Die interne und externe Kommunikation in Bezug auf das Unternehmen, insbesondere gegenüber den Arbeitnehmern bzw. den Arbeitnehmervertretern, ist vielmehr genuine Angelegenheit der Geschäftsführung. Sofern nicht die Umstände des Einzelfalles eine solche Kommunikation erforderlich machen, dürfte ein Hinweis darauf genügen, dass die interne und externe Kommunikation im Einklang mit einschlägigen gesetzlichen Vorgaben durchgeführt wird (z.B. Unterrichtung des Betriebsrats gem. § 80 Abs. 2 BetrVG und des Wirtschaftsausschusses gem. § 106 BetrVG durch den Arbeitgeber).[16]

23 **3. Form der Offenlegung.** An die Form der Offenlegung sind dieselben Anforderungen zu stellen wie an die Form der Mitteilung gem. § 289 Abs. 2–4: Die Offenlegung muss

---

13 Wie hier Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz*/*Käpplinger* AIFM, Art. 27 Rn. 20; die Frage offen lassend *Schröder*/*Rahn* GWR **2014** 49, 51.

14 Vgl. *Zetzsche* NZG **2012** 1164, 1170.

15 Zutreffend *Schröder*/*Rahn* GWR **2014** 49, 53.

16 Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz*/*Käpplinger* AIFM, Art. 28 Rn. 22.

schriftlich oder per Telefax erfolgen; eine Übermittlung per E-Mail genügt nicht. Die erforderlichen Informationen sind grundsätzlich in deutscher Sprache zur Verfügung zu stellen (vgl. § 289 Rn. 55). Weitergehende Anforderungen an die Form der Veröffentlichung, durch die sich insbesondere bei Emittenten sicherstellen ließe, dass die Offenlegung einen breiten Anteilseignerkreis erreicht (etwa eine Pflicht zur Veröffentlichung der einschlägigen Informationen durch Bekanntgabe im Internet oder über ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem, vgl. § 10 Abs. 3 WpÜG), sind weder im KAGB noch in der AIFM-Richtlinie angelegt.

4. Offenlegungsfrist. § 290 enthält keine ausdrückliche Regelung bezüglich der Frist, innerhalb derer die Offenlegung zu erfolgen hat. Aufgrund des engen inhaltlichen Zusammenhangs zwischen der Mitteilungsfrist gem. § 289 Abs. 2–4 und den Offenlegungspflichten gem. § 290 im Hinblick auf die Voraussetzungen und die Adressaten der jeweiligen Pflichten ist es naheliegend, die Fristbestimmung des § 289 Abs. 5 im Rahmen von § 290 entsprechend anzuwenden. Die Offenlegung hat demnach so rasch wie möglich zu erfolgen, aber nicht später als zehn Arbeitstage nach dem Tag der Kontrollerlangung.[17] Zu den Einzelheiten siehe § 289 Rn. 57 ff. **24**

E. Besondere Offenlegungspflichten bei Kontrollerlangung über ein nicht börsennotiertes Unternehmen (Abs. 4)

Abs. 4 verpflichtet die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft für den Fall der Kontrollerlangung über ein nicht börsennotiertes Unternehmen (nicht: über einen Emittenten) durch AIF zur Offenlegung weiterer Informationen: der Absichten des AIF hinsichtlich der zukünftigen Geschäftsentwicklung der Zielgesellschaft (Abs. 4 Nr. 1) und der voraussichtlichen Auswirkungen der Kontrollerlangung auf die Beschäftigung, einschließlich wesentlicher Änderungen der Arbeitsbedingungen (Abs. 4 Nr. 2). Adressaten der Offenlegung sind die Zielgesellschaft und deren Anteilseigner, nicht aber die BaFin, sowie – mittelbar – die Arbeitnehmervertreter bzw. die Arbeitnehmer. **25**

I. Voraussetzungen der Offenlegungspflicht

Die Offenlegungspflicht gem. Abs. 4 besteht nur, wenn der AIF allein oder gemeinsam mit anderen AIF die Kontrolle über ein nicht börsennotiertes Unternehmen erlangt (zum Begriff s. oben Rn. 9). Anders als die Offenlegungspflicht gem. Abs. 1–3 besteht sie nicht im Falle der Kontrollerlangung über einen Emittenten. Dies ergibt sich eindeutig aus dem Wortlaut von Art. 28 Abs. 4 AIFM-Richtlinie.[18] Gegenüber dem Text der Richtlinie hat sich der deutsche Gesetzgeber an dieser Stelle offenbar um eine sprachliche Straffung bemüht und darauf verzichtet, die Voraussetzungen der Offenlegungspflicht erneut auszuformulieren. Stattdessen knüpft er insoweit an Abs. 1–3 an; erst anhand des Inhalts der Offenlegung („Absichten des AIF hinsichtlich der zukünftigen Geschäftsentwicklung *des nicht börsennotierten Unternehmens*“) wird deutlich, dass die Offenlegungs- **26**

17 Für entsprechende Anwendung von § 289 Abs. 5 Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz*/*Käpplinger* AIFM, Art. 28 Rn. 35. Großzügiger ist insoweit § 27a Abs. 1 S. 1 WpHG, der dem nach dieser Vorschrift Meldepflichtigen eine Frist von 20 Handelstagen einräumt; krit. dazu Assmann/Schneider/*Schneider* WpHG, § 27a Rn. 26 („völlig unangemessen“).

18 „Die Mitgliedstaaten schreiben vor, dass, wenn ein AIF allein oder gemeinsam die Kontrolle über ein nicht börsennotiertes Unternehmen gemäß Artikel 26 Absatz 1 in Verbindung mit Absatz 5 des genannten Artikels erlangt (...)“.

pflicht nur bei Kontrollerlangung über ein nicht börsennotierten Unternehmen bestehen soll. Konzeptionell ist die Vorschrift daher misslungen und sollte im Rahmen einer Novellierung des KAGB sprachlich präzisiert werden.

27 Die Beschränkung der Offenlegungspflicht auf Fälle der Kontrollerlangung über nicht börsennotierte Unternehmen trägt dem Umstand Rechnung, dass der Erwerber im Zuge der Kontrollerlangung über einen Emittenten immer eine Angebotsunterlage vorzulegen hat, welche die in § 11 Abs. 2 WpÜG vorgeschriebenen Angaben enthält: Wird die Kontrolle aufgrund eines auf den Erwerb der Kontrolle gerichteten Übernahmeangebots (§ 29 Abs. 1 WpÜG) erlangt, folgt diese Pflicht bereits im Vorfeld der Kontrollerlangung aus § 34 i.V.m. § 11 WpÜG; wird die Kontrolle auf sonstige Weise erlangt, ist jedenfalls mit Erlangung der Kontrolle ein Pflichtangebot (§ 35 Abs. 2 WpÜG) abzugeben, bei dem gem. § 39 i.V.m. § 11 WpÜG ebenfalls eine Angebotsunterlage vorzulegen ist. Gem. § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 WpÜG hat die Angebotsunterlage u.a. Angaben über die Absichten des Bieters im Hinblick auf die künftige Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft sowie die Arbeitnehmer und deren Vertretungen und wesentliche Änderungen der Beschäftigungsbedingungen einschließlich der insoweit vorgesehenen Maßnahmen zu enthalten. Erwirbt der AIF die Kontrolle über einen Emittenten, sind die in § 290 Abs. 4 offenzulegenden Informationen ohnehin in der vorzulegenden Angebotsunterlage enthalten. § 290 Abs. 4 erstreckt die Informationspflichten aus der Angebotsunterlage i.S.d. § 11 Abs. 2 WpÜG zumindest teilweise auf Fälle der Kontrollerlangung über nicht börsennotierte Unternehmen[19] (wobei § 290 anders als § 11 WpÜG nur im Fall der Kontrollerlangung durch geschlossene Spezial-AIF[20] gilt, nicht aber bei Kontrollerlangung durch sonstige Investoren; s. § 289 Rn. 8).

II. Rechtsfolge: Offenlegungspflicht

28 **1. Offenlegungsadressaten.** Unmittelbare Adressaten der Offenlegung sind aufgrund der Verweisung auf Abs. 1 Nr. 1 und Nr. 2 die Zielgesellschaft und deren Anteilseigner. Mangels Verweisung auf Abs. 1 Nr. 3 zählt die BaFin nicht zu den Offenlegungsadressaten. Dies erscheint in Anbetracht des Inhalts der Offenlegung ohne weiteres nachvollziehbar, da der Aufgabenbereich der BaFin weder die zukünftige Geschäftsentwicklung nicht börsennotierter Zielgesellschaften noch Belange von Arbeitnehmern betrifft.[21] Die Arbeitnehmervertreter bzw. die Arbeitnehmer sind ebenso wie im Rahmen der Offenlegung gem. Abs. 1–3 mittelbare Offenlegungsadressaten; mit der sprachlichen Straffung im Vergleich zu Abs. 3 sind keine inhaltlichen Abweichungen verbunden. Die Ausführungen zu § 289 Rn. 43ff. gelten entsprechend.

2. Inhalt der Offenlegung

29 **a) Absichten des AIF hinsichtlich der zukünftigen Geschäftsentwicklung der Zielgesellschaft (Abs. 4 Nr. 1).** Die Pflicht zur Offenlegung der Absichten des AIF hinsichtlich der zukünftigen Geschäftsentwicklung der Zielgesellschaft gem. Abs. 4 Nr. 1 knüpft, was die Subjektivierung des Offenlegungstatbestandes betrifft, an Regelungsvorbilder

---

19 Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz/Käpplinger* AIFM, Art. 28 Rn. 4.

20 § 290 findet über die Verweisung des § 261 Abs. 7 i.V.m. Abs. 1 Nr. 4 auch auf geschlossene inländische Publikums-AIF Anwendung, wenn diese in Beteiligungen an Unternehmen investieren, die nicht zum Handel an einer Börse zugelassen oder in einen organisierten Markt einbezogen sind; krit. dazu *Weitnauer* AG **2013** 672, 674.

21 *Möllers/Harrer/Krüger* WM **2011** 1537, 1541.

des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts an[22] und findet im europäischen Kapitalmarktrecht eine weitgehende Entsprechung in Art. 6 Abs. 3 lit. i der Übernahmerichtlinie,[23] der in Deutschland durch § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 WpÜG umgesetzt wurde. Eine inhaltliche Parallele besteht im deutschen Recht weiterhin zu § 27a WpHG, der den Aktionär eines Emittenten bei Erreichen oder Überschreiten der Schwelle von 10 Prozent der Stimmrechte aus Aktien oder einer höheren Schwelle (i.S.d. § 21 Abs. 1 WpHG)[24] verpflichtet, dem Emittenten u.a. die mit dem Erwerb der Stimmrechte verfolgten Ziele mitzuteilen.

Bezugspunkt der offenlegungspflichtigen Absichten des AIF ist die zukünftige Geschäftsentwicklung der Zielgesellschaft. Diese auf den ersten Blick sehr weit gefasste Formulierung wird – anders als im Rahmen von § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 WpÜG und § 27a Abs. 1 WpHG – nicht weiter konkretisiert; aufgrund der inhaltlichen Parallelität zu diesen Vorschriften ist es aber zielführend, sich bei der Bestimmung des Inhalts der Offenlegungspflicht an den nach diesen Vorschriften mitteilungspflichtigen Inhalten zu orientieren.[25] Ferner wird man ebenso wie bei Abs. 4 Nr. 2, der nur die Offenlegung solcher Änderungen der Arbeitsbedingungen verlangt, die „wesentlich" sind (s. unten Rn. 37), auch bei Abs. 4 Nr. 1 nur eine Offenlegung solcher Absichten des AIF verlangen können, deren Umsetzung „wesentliche" Auswirkungen auf die wirtschaftliche Ausrichtung oder auf die gesellschaftsrechtliche Struktur der Zielgesellschaft haben wird. **30**

Wesentliche Auswirkungen auf die wirtschaftliche Ausrichtung der Zielgesellschaft hat etwa eine (vollständige oder teilweise) Einstellung oder Ausweitung der Produktion oder des Angebotsspektrums der Zielgesellschaft. Eine bloße Modifikation von Arbeitsabläufen genügt nicht. Offenzulegen ist auch die beabsichtigte Begründung, Änderung oder Aufhebung bedeutender Kunden- oder Lieferantenbeziehungen sowie sonstiger wesentlicher Kooperationen mit Drittunternehmen. Gleiches gilt für wesentliche beabsichtigte Investitionen. **31**

Ebenso wie im Rahmen von § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 WpÜG erstreckt sich die Offenlegungspflicht insbesondere auf eine etwaige (innerstaatliche oder grenzüberschreitende) Verlegung des Sitzes der Zielgesellschaft (Satzungssitz und/oder Verwaltungssitz) oder von wesentlichen Unternehmensteilen, wozu nicht nur die Haupt- und eventuelle Zweigniederlassungen der Zielgesellschaft zählen, sondern auch rechtlich selbständige Tochtergesellschaften.[26] Offenzulegen ist ferner eine beabsichtigte Einflussnahme auf die Besetzung der (rechtsformspezifischen) Verwaltungs-, Leitungs- und Aufsichtsorgane der Zielgesellschaft. Zu den sonstigen offenlegungspflichtigen beabsichtigen Eingriffen in die gesellschaftsrechtliche Struktur der Zielgesellschaft[27] zählen insbesondere Änderungen des Gesellschaftsvertrags bzw. der Satzung; (innerstaatliche oder grenzüberschreitende) Umwandlungsmaßnahmen (Verschmelzung, Spaltung, Formwechsel, § 1 Abs. 1 UmwG), der Abschluss eines Beherrschungs-, Gewinnabführungs- oder Eingliederungsvertrages, Kapitalerhöhungen oder -herabsetzungen, die Auflösung und Liquidation der Zielgesellschaft oder die Stellung eines Insolvenzantrags. Soweit sich die Absichten des **32**

22 S. Veil/*Veil* Europäisches Kapitalmarktrecht, § 20 Rn. 6.
23 Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote (ABl. L 142 vom 30.4.2004, S. 12).
24 *Greven*/*Fahrenholz* BB **2009** 1487, 1488; Veil/*Veil* Europäisches Kapitalmarktrecht, § 20 Rn. 125, Fn. 269.
25 Ebenso unter Bezug auf Art. 6 Abs. 3 lit. i der Übernahmerichtlinie Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz*/*Käpplinger* AIFM, Art. 28 Rn. 27.
26 Vgl. zu § 11 WpÜG MüKoAktG/*Wackerbarth* § 11 WpÜG Rn. 52; s. auch Geibel/Süßmann/*Grobys* WpÜG, § 11 Rn. 24.
27 Vgl. zu § 11 WpÜG die ausführliche Aufzählung bei MüKoAktG/*Wackerbarth* § 11 WpÜG Rn. 49 ff.

AIF auf die Arbeitnehmer und deren Beschäftigungsbedingungen beziehen, besteht die Offenlegungspflicht gem. Abs. 4 Nr. 2 (s. unten Rn. 36 ff.).

33 Eine offenlegungspflichtige Absicht besteht, wenn bestimmte Maßnahmen, auch wenn sie formal noch nicht beschlossen sind, bereits konkret in Aussicht genommen werden.[28] Erforderlich ist also, dass die diesbezügliche Planung bereits ein hinreichendes Maß an Konkretheit erlangt hat; nicht erforderlich ist hingegen, dass die in Aussicht genommene Maßnahme bereits formal beschlossen ist oder gar bereits mit ihrer Umsetzung begonnen wurde. Die zu § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 WpÜG vertretene Auffassung, wonach unter „Absichten" schon innere Beweggründe zu verstehen sein sollen, die an sich noch nicht einmal das Planungsstadium erreicht haben,[29] verkennt den Unterschied zwischen Absichten und bloßen Überlegungen und kann daher nicht überzeugen. Sind bereits Gutachten oder Machbarkeitsstudien zur Vorbereitung einer späteren Entscheidung in Auftrag gegeben worden, kann das ein Indiz dafür darstellen, dass die in dem Gutachten thematisierten Maßnahmen beabsichtigt sind und damit eine Offenlegungspflicht besteht; dies hängt freilich von den Umständen des Einzelfalles, insbesondere dem Gegenstand des Gutachtens ab. Keineswegs besteht per se eine Absicht hinsichtlich aller in einem Gutachten erörterten Maßnahmen. Dass bereits die Erteilung des Gutachtenauftrages als solche offenzulegen sein soll,[30] geht daher ebenfalls zu weit.

34 An die Bestimmtheit und Ausführlichkeit der Darstellung der Absichten dürfen keine zu hohen Anforderungen gestellt werden. Insbesondere muss die Offenlegung keine Angaben darüber enthalten, wie die geplanten Maßnahmen konkret umgesetzt werden sollen; dies wird im Zeitpunkt der Kontrollerlangung durch den AIF regelmäßig auch noch nicht feststehen. Auf der anderen Seite darf sich die Offenlegung nicht in inhaltsleeren Floskeln erschöpfen. Auch durch eine Pauschalerklärung des Inhalts, es bestünden keine Absichten hinsichtlich der Geschäftsentwicklung der Zielgesellschaft, dürfte der Offenlegungspflicht nicht Genüge getan sein, zumal bei Erlangung der Kontrolle über eine nicht börsennotierte Zielgesellschaft – anders als im Zeitpunkt der Veröffentlichung einer Angebotsunterlage i.S.v. § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 WpÜG[31] – solche Absichten regelmäßig bestehen dürften.

35 Die Offenlegung bestimmter Absichten führt zu keiner Verpflichtung des AIF, diese Absichten in der Zukunft auch tatsächlich umzusetzen; eine Änderung dieser Absichten bleibt ohne weiteres jederzeit möglich.[32] In Ermangelung einer dem § 27a Abs. 1 S. 2 WpHG entsprechenden ausdrücklichen Anordnung besteht bei einem solchen Gesinnungswandel keine Verpflichtung zu einer erneuten Offenlegung; dies wird auch durch Art. 28 AIFM-Richtlinie nicht verlangt.

36 **b) Voraussichtliche Auswirkungen auf die Beschäftigung (Abs. 4 Nr. 2).** Mit Blick auf die Pflicht zur Offenlegung voraussichtlicher Auswirkungen auf die Beschäftigung gem. Abs. 4 Nr. 2 ist fraglich, ob damit die Auswirkungen der Kontrollerlangung als solcher gemeint sind oder die Auswirkungen der Absichten hinsichtlich der Geschäftsentwicklung gem. Nr. 1 bzw. der Umsetzung dieser Absichten auf die Beschäftigung.[33] Da die Kontrollerlangung als solche eine bloße Änderung der Beteiligungsverhältnisse dar-

---

28 Siehe zu § 27a WpHG *Fleischer* AG **2008** 873, 877.

29 So zu § 11 WpÜG Schwark/Zimmer/*Noack*/*Holzborn* KMRK, § 11 WpÜG Rn. 21; zu weit auch Geibel/Süßmann/*Geibel*/*Süßmann* WpÜG, § 11 Rn. 23 („subjektive Vorstellungen").

30 Vgl. zu § 11 WpÜG MüKoAktG/*Wackerbarth* § 11 WpÜG Rn. 46.

31 Darauf weisen zu Recht Geibel/Süßmann/*Geibel*/*Süßmann* WpÜG, § 11 Rn. 38 hin.

32 Vgl. zu § 27a WpHG *Fleischer* AG **2008** 873, 878 und zu § 11 WpÜG Geibel/Süßmann/*Geibel*/*Süßmann* WpÜG, § 11 Rn. 23.

33 So Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz*/*Käpplinger* AIFM, Art. 28 Rn. 26.

stellt, die keine unmittelbaren Auswirkungen auf die Beschäftigung hat, ist Abs. 4 Nr. 2 sinnvollerweise im Zusammenhang mit Abs. 4 Nr. 1 auszulegen. Darzustellen sind dementsprechend die Absichten des AIF im Hinblick auf die Beschäftigung, die regelmäßig in engem Zusammenhang mit den Absichten des AIF im Hinblick auf die Geschäftsentwicklung der Zielgesellschaft stehen werden. § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 WpÜG ist insoweit klarer formuliert, indem er Angaben des Bieters „im Hinblick auf die künftige Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft (...), *insbesondere* (...) die Arbeitnehmer und deren Vertretungen, die Mitglieder der Geschäftsführungsorgane und wesentliche Änderungen der Beschäftigungsbedingungen (...)" verlangt.

37 Zu informieren ist insbesondere über „wesentliche Änderungen der Arbeitsbedingungen". Damit sind vor allem solche Maßnahmen gemeint, die Auswirkungen auf den Bestand von Arbeitsplätzen oder die Entlohnung von Arbeitnehmern haben, wie etwa die geplante Stilllegung oder Verlegung von Betrieben oder Betriebsteilen, Entlassungen in größerem Umfang oder eine Verkürzung der Arbeitszeiten. Wann derartige Änderungen der Arbeitsbedingungen „wesentlich" i.S.v. Abs. 4 Nr. 2 sind, hängt von den Umständen des Einzelfalles ab. Jedenfalls kann es sich dabei nur um solche Änderungen der Arbeitsbedingungen handeln, von denen die Belegschaft insgesamt oder jedenfalls wesentliche Teile der Belegschaft betroffen sind und nicht bloß einzelne Arbeitnehmer. Einen Anhaltspunkt dafür, wann wesentliche Teile der Belegschaft betroffen sind, bieten die Kriterien für das Vorliegen einer „Massenentlassung" i.S.v. § 17 Abs. 1 KSchG;[34] sie können auch im Rahmen von Abs. 4 Nr. 2 als Anhaltspunkt dafür dienen, wann eine wesentliche Änderung der Arbeitsbedingungen bevorsteht, die im Rahmen der Offenlegung thematisiert werden muss.[35]

38 Sofern im Anschluss an den Kontrollerwerb Änderungen betrieblicher Strukturen geplant sind, kommt es zu gewissen Überschneidungen der Offenlegungspflicht mit den betriebsverfassungsrechtlichen Unterrichtungspflichten gegenüber dem Betriebsrat bei Massenentlassungen (§ 17 KSchG) und geplanten Betriebsänderungen (§ 111 BetrVG) sowie dem Wirtschaftsausschuss (§ 106 Abs. 2 BetrVG). Diese betriebsverfassungsrechtlichen Unterrichtungspflichten treffen freilich nicht die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft, sondern den Arbeitgeber (§ 17 KSchG) bzw. den Unternehmer (§§ 106 Abs. 2, 111 BetrVG), mithin die Zielgesellschaft bzw. deren Geschäftsführungsorgan. Die Offenlegungspflicht der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft geht einerseits über die Pflicht des Unternehmers gem. § 111 BetrVG zur Unterrichtung des Betriebsrats über geplante Betriebsänderungen, die wesentliche Nachteile für die Belegschaft oder erhebliche Teile der Belegschaft zur Folge haben können, hinaus: Sie besteht nämlich unabhängig von der Anzahl der Beschäftigten der Zielgesellschaft und unabhängig vom Bestehen eines Betriebsrates, während § 111 BetrVG voraussetzt, dass es sich bei der Zielgesellschaft um ein Unternehmen mit in der Regel mehr als 20 wahlberechtigten Arbeitnehmern handelt und dass ein Betriebsrat in dem Zeitpunkt besteht, in dem der Arbeitgeber beschließt, die Betriebsänderung durchzuführen.[36] Andererseits bleibt die Offenlegungspflicht insoweit (deutlich) hinter der Unterrichtungspflicht nach § 111 BetrVG zurück, als die zur Verfü-

---

34 § 17 Abs. 1 KSchG basiert auf einer (überschießenden) Umsetzung von Art. 1 Abs. 1 lit. a der Richtlinie 98/59/EG des Rates vom 20. Juli 1998 zur Angleichung der Rechtsvorschriften der Mitgliedstaaten über Massenentlassungen, ABl. L 225 vom 12.8.1998, S. 16. Siehe zur Umsetzung der Massenentlassungsrichtlinie in das deutsche Recht *Wißmann* RdA **1998** 221.

35 Auch im Rahmen von § 111 BetrVG wird für die Beurteilung der Frage, von einer geplanten Betriebsänderung „die Belegschaft oder erhebliche Teile der Belegschaft" betroffen sind, auf die Zahlenangaben des § 17 Abs. 1 BetrVG rekurriert; s. BAG 6.12.1988 BAGE 60, 237; ErfK ArbeitsR/*Kania* BetrVG, § 111 Rn. 10; Richardi/*Annuß* § 111 Rn. 48.

36 ErfK ArbeitsR/*Kania* § 111 Rn. 6; Richardi/*Annuß* BetrVG, § 111 Rn. 27 m.w.N.

gung gestellten Informationen nicht „umfassend“[37] sein müssen; insbesondere müssen keine internen Unterlagen (z.B. Gutachten) zur Verfügung gestellt werden. Auch besteht keine über die bloße Offenlegung hinausgehende Pflicht der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft zur Beratung mit dem zuständigen Betriebsrat der Zielgesellschaft oder zur sonstigen Herstellung eines Interessenausgleichs. Dies läge auch außerhalb der Zuständigkeit der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft.

39 **3. Form der Offenlegung.** Ebenso wie die Mitteilung gem. § 289 Abs. 2–4 und die Offenlegung gem. Abs. 1–3 muss auch die Offenlegung gem. Abs. 4 schriftlich oder per Telefax erfolgen; eine Übermittlung per E-Mail genügt nicht. Die erforderlichen Informationen sind grundsätzlich in deutscher Sprache zur Verfügung zu stellen (vgl. oben Rn. 23 sowie § 289 Rn. 55).

40 **4. Offenlegungsfrist.** Die Offenlegung nach Abs. 4 hat ebenso wie die Offenlegung nach Abs. 1–3 (s. oben Rn. 24) in entsprechender Anwendung von § 289 Abs. 5 so rasch wie möglich zu erfolgen, aber nicht später als zehn Arbeitstage nach dem Tag der Kontrollerlangung. Siehe zu den Einzelheiten § 289 Rn. 57 ff.

F. Pflicht zur Vorlage von Angaben zur Finanzierung des Erwerbs (Abs. 5)

41 Abs. 5 enthält eine eigenständige Offenlegungspflicht der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft in Bezug auf Angaben zur Finanzierung des Beteiligungserwerbs. Adressaten der Offenlegung sind zum einen die BaFin und zum anderen – hierin liegt eine Abweichung von den übrigen Informationspflichten der §§ 289, 290 – die Anleger des AIF.

I. Voraussetzungen der Offenlegungspflicht

42 Die Offenlegungspflicht gem. Abs. 5 besteht ebenso wie die gem. Abs. 4 nur dann, wenn der AIF allein oder gemeinsam mit anderen AIF die Kontrolle über ein nicht börsennotiertes Unternehmen erlangt. Im Falle der Kontrollerlangung über einen Emittenten schreibt § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 WpÜG vor, dass die im Rahmen eines Übernahme- oder Pflichtangebots vorzulegende Angebotsunterlage Angaben zu den notwendigen Maßnahmen enthält, die sicherstellen, dass dem Bieter die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel zur Verfügung stehen, und zu den erwarteten Auswirkungen eines erfolgreichen Angebots auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Bieters. Auch insoweit werden die Informationspflichten aus der Angebotsunterlage i.S.d. § 11 Abs. 2 WpÜG somit auf Fälle der Kontrollerlangung über nicht börsennotierte Unternehmen erstreckt (vgl. oben Rn. 27).

II. Rechtsfolge: Offenlegungspflicht

43 **1. Offenlegungsadressaten.** Adressaten der Offenlegung sind die BaFin und die Anleger des AIF. Eine Pflicht zur Offenlegung gegenüber der Zielgesellschaft und deren Anteilseignern besteht ebenso wenig wie eine mittelbare Offenlegungspflicht gegenüber den Arbeitnehmervertretern bzw. Arbeitnehmern.

---

37 Zu den Anforderungen an eine „umfassende“ Unterrichtung bei § 111 BetrVG s. ErfK ArbeitsR/*Kania* BetrVG, § 111 Rn. 23; Richardi/*Annuß* BetrVG, § 111 Rn. 150 f.

2. Inhalt der Offenlegung. Auf den ersten Blick ist zu erwägen, auch den Inhalt der Offenlegung nach Abs. 5 in Anlehnung an den Inhalt der übernahmerechtlichen Angebotsunterlage zu bestimmen. Denn Angaben zur Finanzierung des Angebots zählen gem. § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 1 WpÜG zu den „ergänzenden Angaben", die in der im Rahmen eines Übernahme- oder Pflichtangebots vorzulegenden Angebotsunterlage enthalten sein müssen (s. bereits oben Rn. 42). Eine inhaltliche Parallele besteht ferner zu § 27a WpHG, der den Aktionär eines Emittenten bei Erreichen oder Überschreiten der Schwelle von 10 Prozent der Stimmrechte aus Aktien oder einer höheren Schwelle (i.S.d. § 21 Abs. 1 WpHG)[38] verpflichtet, dem Emittenten u.a. die Herkunft der verwendeten Mittel mitzuteilen. **44**

Allerdings verfolgen die Anforderungen an den Inhalt der übernahmerechtlichen Angebotsunterlage und die Mitteilungspflicht gem. § 27a WpHG einen anderen Zweck als die Offenlegungspflicht gem. Abs. 5. Die Angebotsunterlage hat die Funktion, den Angebotsadressaten sowie der Zielgesellschaft Gewissheit darüber zu verschaffen, dass das Angebot auf einer gesicherten finanziellen Grundlage erfolgt, um das Risiko einer (vollständigen oder teilweisen) Nichterfüllung oder einer verzögerten Erfüllung auf Seiten des Bieters zu vermeiden; sie dient also dem Schutz vor unseriösen Bietern.[39] Demgegenüber geht es bei der Offenlegungspflicht nach Abs. 5 darum, die Anleger des AIF und die BaFin darüber zu informieren, wie das investierte Vermögen eingesetzt wird und welche Risiken dabei eingegangen werden (s. oben Rn. 6). Auch der Normzweck von § 27a WpHG ist ein anderer, da er nicht den Informationsinteressen etwaiger Anteilseigner des Meldepflichtigen und der BaFin dient, sondern denen des Emittenten und – aufgrund der Veröffentlichungspflicht des Emittenten gem. § 27a Abs. 2 WpHG – des Kapitalmarkts.[40] Dagegen zählt im Rahmen von Abs. 5 die Zielgesellschaft nicht zu den Adressaten der Offenlegung. **45**

Die unterschiedlichen Normzwecke wirken sich auf die Anforderungen aus, die an den Inhalt der Offenlegung zu stellen sind. Der Normzweck von Abs. 5 spricht dafür, dass den Anlegern des AIF und der BaFin sämtliche Informationen zur Verfügung zu stellen sind, die sie in die Lage versetzen, die Finanzierung des Kontrollerwerbs im Wesentlichen nachzuvollziehen und die sich daraus für den AIF ergebenden Risiken einzuschätzen. Dazu gehören insbesondere Informationen zur Art und zur Höhe des eingesetzten Eigen- und Fremdkapitals; ferner sind Angaben zur Laufzeit und zu den wesentlichen Konditionen der Fremdfinanzierung erforderlich.[41] **46**

Demgegenüber wird bei § 27a WpHG eine solch weitreichende Mitteilungspflicht aus guten Gründen abgelehnt. Der nach dieser Vorschrift Meldepflichtige hat lediglich anzugeben, ob es sich bei den zur Finanzierung des Erwerbs der Stimmrechte eingesetzten Mitteln um Eigenmittel des Meldepflichtigen oder um Fremdmittel handelt; bei gemischter Finanzierung sollen die jeweiligen Anteile anzugeben sein.[42] Begründet wird der Verzicht auf eine weitergehende Mitteilungspflicht in der Regierungsbegründung zum Risikobegrenzungsgesetz mit der Erwägung, dass Wettbewerbsnachteile für Kreditgeber und Mitteilungspflichtige vermieden werden sollen, die sich aus einer vollständigen Offenlegung der Finanzierung und deren Konditionen sowie der beteiligten Institute ergeben **47**

38 *Greven*/*Fahrenholz* BB **2009** 1487, 1488; Veil/*Veil* Europäisches Kapitalmarktrecht, § 20 Rn. 125, Fn. 269.
39 MüKoAktG/*Wackerbarth* § 11 WpÜG Rn. 37; Schwark/Zimmer/*Noack*/*Holzborn* KMRK, § 11 WpÜG Rn. 18; s. auch BTDrucks. 14/7034, S. 41.
40 Zum Normzweck des § 27a WpHG s. *Fleischer* AG **2008** 873, 875.
41 Tendenziell zu eng Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz*/*Käpplinger* AIFM, Art. 28 Rn. 33.
42 Assmann/Schneider/*Schneider* WpHG, § 27a Rn. 20.

könnten.[43] Allerdings resultieren diese möglichen Wettbewerbsnachteile maßgeblich daraus, dass der Emittent gem. § 27a Abs. 2 WpHG die erhaltene Information zu veröffentlichen hat. Eine solche Veröffentlichung ist mit Blick auf die nach Abs. 5 offenzulegenden Angaben zur Finanzierung des Erwerbs nicht vorgesehen. Die Angaben werden allein dem zahlenmäßig begrenzten Kreis von Anlegern des AIF und der BaFin zur Verfügung gestellt, sodass das Risiko von Wettbewerbsnachteilen, die einer Offenlegung auch der Finanzierungskonditionen entgegen stehen könnten, nur gering ist.

48 **3. Form der Offenlegung.** Ebenso wie die Mitteilung gem. § 289 Abs. 2–4 und die Offenlegung gem. Abs. 1–3 und gem. Abs. 4 muss auch die Offenlegung gem. Abs. 5 schriftlich oder per Telefax erfolgen; eine Übermittlung per E-Mail genügt nicht. Die erforderlichen Informationen sind grundsätzlich in deutscher Sprache zur Verfügung zu stellen (vgl. oben Rn. 23, 39 sowie § 289 Rn. 55).

49 **4. Offenlegungsfrist.** Auf den ersten Blick scheint für die Offenlegungspflicht nach Abs. 5 eine kürzere Frist als für die Offenlegungspflichten der Abs. 1–3 und Abs. 4 zu gelten: Sie hat zu erfolgen, *sobald* ein AIF die Kontrolle über ein nicht börsennotiertes Unternehmen gem. § 287 Abs. 1 i.V.m. § 288 Abs. 1 erlangt. Die Formulierung geht zurück auf die deutschsprachige Fassung von Art. 28 AIFM-Richtlinie, der in Abs. 5 die Konjunktion „sobald" verwendet,[44] in Abs. 1 und Abs. 4 hingegen die Konjunktion „wenn".[45] Dagegen wird in anderen Sprachfassungen der Richtlinie in Abs. 1, 4 und 5 durchweg dieselbe Formulierung verwendet.[46] Mit den unterschiedlichen Formulierungen in der deutschen Sprachfassung sind aber keine inhaltlichen Unterschiede verbunden. Die Lektüre anderer Sprachfassungen deutet vielmehr darauf hin, dass die Offenlegungsfrist bei allen in Art. 28 AIFM-Richtlinie vorgesehenen Offenlegungspflichten identisch ist. Es bestehen keine Anhaltspunkte dafür, dass der deutsche Gesetzgeber davon abweichend unterschiedliche Fristen vorschreiben wollte. Die Offenlegung nach Abs. 5 hat daher ebenso wie die Offenlegung nach Abs. 1–3 und nach Abs. 4 (s. oben Rn. 24, 40) in entsprechender Anwendung von § 289 Abs. 5 so rasch wie möglich zu erfolgen, aber nicht später als zehn Arbeitstage nach dem Tag der Kontrollerlangung. Siehe zu den Einzelheiten § 289 Rn. 57 ff.

G. Rechtsfolgen bei Verstößen gegen die Offenlegungspflicht

50 Gem. § 340 Abs. 2 Nr. 27 begehen die für die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft handelnden Personen eine Ordnungswidrigkeit, wenn sie vorsätzlich oder leichtfertig entgegen § 290 Abs. 1 oder Abs. 5 eine dort genannte Information oder Angabe nicht, nicht richtig, nicht vollständig oder nicht rechtzeitig vorlegen. Ein Verstoß, der auf einfacher Fahrlässigkeit beruht, genügt für die Verwirklichung des Ordnungswidrigkeitentatbestands nicht. Unklar ist, ob auch ein Verstoß gegen die Offenlegungspflicht nach § 290 Abs. 4 eine Ordnungswidrigkeit darstellt. Davon ist in Anbetracht der Bezugnahme in § 290 Abs. 4 auf Abs. 1 auszugehen, zumal der Gesetzgeber aufgrund von Art. 48 AIFM-Richtlinie verpflichtet ist, für einen Verstoß gegen die nach der Richtlinie erlasse-

---

43 BTDrucks. 16/7438, S. 12.
44 „(...) sobald ein AIF die Kontrolle (...) erlangt (...)".
45 „(...) wenn ein AIF (...) die Kontrolle (...) erlangt (...)".
46 Englische Sprachfassung: „(...) *when* an AIF acquires (...) control (...)"; französische Sprachfassung: „(...) *lorsqu'*un FIA acquiert le contrôle (...)"; italienische Sprachfassung: „(...) *qualora* un FIA acquisisca (...) il controllo (...)".

nen Bestimmungen wirksame, verhältnismäßige und abschreckende Sanktionen festzulegen; dem würde es widersprechen, wenn ein Verstoß gegen die Offenlegungspflicht nach § 290 Abs. 4 sanktionslos bliebe. Im Rahmen einer Novellierung des KAGB wäre eine entsprechende Präzisierung von § 340 Abs. 2 Nr. 27 freilich wünschenswert. Die Begehung der Ordnungswidrigkeit kann durch ein Bußgeld von bis zu 100.000 EUR (siehe im Einzelnen § 340 Rn. 8) geahndet werden. Damit ist der Vorgabe von Art. 48 AIFM-Richtlinie im Übrigen genüge getan.

Ein Rechtsverlust (vgl. §§ 20 Abs. 7, 21 Abs. 4 AktG sowie § 28 WpHG) tritt im Falle **51**
einer unterlassenen, nicht richtigen, nicht vollständigen oder nicht rechtzeitigen Offenlegung nicht ein (vgl. § 289 Rn. 61).[47] Mit Blick auf eine zivilrechtliche Schadensersatzpflicht der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft lässt sich zwar vertreten, dass die Offenlegungspflichten zumindest auch dem spezifischen Informationsbedürfnis der darin genannten Offenlegungsadressaten dienen; jedenfalls hat die Offenlegungspflicht gegenüber den Anlegern des AIF gem. Abs. 5 eine individualschützende Funktion. Ein Schadensersatzanspruch aus § 823 Abs. 2 BGB erscheint daher theoretisch denkbar, wird aber in der Praxis gleichwohl keine Rolle spielen, da der erforderliche Nachweis eines kausal auf der Verletzung der Mitteilungspflicht beruhenden Schadens nur schwer zu führen sein dürfte (vgl. § 289 Rn. 62).

§ 291
Besondere Vorschriften hinsichtlich des Jahresabschlusses und des Lageberichts

(1) Erlangt ein AIF allein oder gemeinsam mit anderen AIF die Kontrolle über ein nicht börsennotiertes Unternehmen oder einen Emittenten gemäß § 287 Absatz 1 in Verbindung mit § 288 Absatz 1, ist die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft dazu verpflichtet,

1. **darum zu ersuchen und nach besten Kräften sicherzustellen, dass der Jahresabschluss und, sofern gesetzlich vorgeschrieben, der Lagebericht des nicht börsennotierten Unternehmens innerhalb der Frist, die in den einschlägigen nationalen Rechtsvorschriften für die Erstellung der genannten Unterlagen vorgesehen ist, gemäß Absatz 2 erstellt, um die Information nach Absatz 2 ergänzt und von den gesetzlichen Vertretern des Unternehmens den Arbeitnehmervertretern oder, falls es keine solchen Vertreter gibt, den Arbeitnehmern selbst zur Verfügung gestellt wird, oder**
2. **für jeden betreffenden AIF in den gemäß § 148 vorgesehenen Anhang zum Jahresabschluss oder den gemäß § 158 vorgesehenen Jahresbericht zusätzlich die in Absatz 2 genannten Informationen über das betreffende nicht börsennotierte Unternehmen aufzunehmen.**

(2) Die zusätzlichen Informationen gemäß Absatz 1 Nummer 2 müssen zumindest einen Bericht über die Lage des nicht börsennotierten Unternehmens am Ende des von dem Jahresabschluss oder Jahresbericht abgedeckten Zeitraums enthalten, in dem der Geschäftsverlauf des Unternehmens so dargestellt wird, dass ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild entsteht. Der Bericht soll außerdem folgende Informationen enthalten:

---

47 Auch bei einem Verstoß gegen § 27a WpHG ist ein solcher Rechtsverlust nicht vorgesehen; s. Assmann/Schneider/*Schneider* WpHG, § 27a Rn. 29; Schwark/Zimmer/*Schwark* KMRK, § 27a WpHG Rn. 15.

1. Ereignisse von besonderer Bedeutung, die nach Abschluss des Geschäftsjahres eingetreten sind,
2. die voraussichtliche Entwicklung des Unternehmens und
3. die in Artikel 22 Absatz 2 der Zweiten Richtlinie des Rates vom 13. Dezember 1976 zur Koordinierung der Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Sinne des Artikels 58 Absatz 2 des Vertrages im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter für die Gründung der Aktiengesellschaft sowie für die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten (77/91/EWG) (ABl. L 26 vom 31.1.1977, S. 1) bezeichneten Angaben über den Erwerb eigener Aktien.

(3) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft hat

1. darum zu ersuchen und nach bestmöglichem Bemühen sicherzustellen, dass die gesetzlichen Vertreter des nicht börsennotierten Unternehmens die in Absatz 1 Nummer 2 genannten Informationen über das betreffende Unternehmen entweder den Arbeitnehmervertretern des betreffenden Unternehmens oder, falls es keine solchen Vertreter gibt, den Arbeitnehmern selbst innerhalb der in § 148 in Verbindung mit § 120 Absatz 1 oder in § 158 in Verbindung mit § 135 Absatz 1 genannten Frist zur Verfügung stellt, oder
2. den Anlegern des AIF die Informationen gemäß Absatz 1 Nummer 2, soweit bereits verfügbar, innerhalb der in § 148 in Verbindung mit § 120 Absatz 1 oder in § 158 in Verbindung mit § 135 Absatz 1 genannten Frist und in jedem Fall spätestens bis zu dem Stichtag, zu dem der Jahresabschluss und der Lagebericht des nicht börsennotierten Unternehmens gemäß den einschlägigen nationalen Rechtsvorschriften erstellt werden, zur Verfügung zu stellen.

Schrifttum

Möllers/*Harrer*/*Krüger* Die Regelung von Hedgefonds und Private Equity durch die neue AIFM-Richtlinie, WM **2011** 1537; *Viciano-Gofferje* Neue Transparenzanforderungen für Private Equity Fonds nach dem Kapitalanlagegesetzbuch, BB **2013** 2506; *Weitnauer* Das Übernahmesonderrecht des KAGB und seine Auswirkungen auf die Private-Equity-Branche, AG **2013** 672.

Systematische Übersicht

A. Überblick —— 1
B. Entstehungsgeschichte —— 2
C. Normzweck —— 3
D. Informationsmedium (Abs. 1) —— 4
  I. Jahresabschluss bzw. Lagebericht der Zielgesellschaft (Abs. 1 Nr. 1) —— 5
  II. Anhang zum Jahresabschluss bzw. Jahresbericht des AIF (Abs. 1 Nr. 2) —— 6
E. Inhalt der zusätzlichen Informationen (Abs. 2) —— 7
  I. Bericht über die Lage der Zielgesellschaft (Abs. 2 S. 1) —— 8
  II. Ereignisse von besonderer Bedeutung, die nach Abschluss des Geschäftsjahres eingetreten sind (Abs. 2 S. 2 Nr. 1) —— 9
  III. Voraussichtliche Entwicklung der Zielgesellschaft (Abs. 2 S. 2 Nr. 2) —— 10
  IV. Angaben über den Erwerb eigener Aktien (Abs. 2 S. 2 Nr. 3) —— 11
F. Inhalt der Pflichten der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft —— 13
  I. Inhalt der Pflichten bei Wahl des Lageberichts bzw. Jahresabschlusses der Zielgesellschaft als Informationsmedium (Abs. 1 Nr. 1) —— 14
  II. Inhalt der Pflichten bei Wahl des Anhangs zum Jahresabschluss bzw. Jahresberichts des AIF als Informationsmedium (Abs. 1 Nr. 2) —— 17
G. Rechtsfolgen bei Verstößen gegen die Informationspflicht —— 18

A. Überblick

§ 291 verlangt für den Fall, dass der AIF allein oder gemeinsam mit anderen AIF die Kontrolle über die Zielgesellschaft gem. § 287 Abs. 1 i.V.m. § 288 Abs. 1 erlangt, dass bestimmte Informationen über die Zielgesellschaft entweder in deren Jahresabschluss und, sofern gesetzlich vorgeschrieben, deren Lagebericht oder in den für den betreffenden AIF vorgesehenen Anhang zum Jahresabschluss oder Jahresbericht aufgenommen werden. Ferner sind diese Informationen an die Arbeitnehmer(vertreter) der Zielgesellschaft bzw. die Anleger des AIF weiterzugeben. Die in den §§ 289, 290 enthaltenen Informationspflichten der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft gegenüber den Arbeitnehmer(vertretern) der Zielgesellschaft und den Anlegern des AIF (§ 290 Abs. 5) werden dadurch weiter ergänzt. **1**

B. Entstehungsgeschichte

Durch § 291 wird Art. 29 AIFM-Richtlinie in deutsches Recht umgesetzt.[1] Seinem Wortlaut nach geht § 291 Abs. 1 allerdings über die Vorgabe der Richtlinie hinaus, da er auch für den Fall der Kontrollerlangung an Emittenten gilt, während Art. 29 Abs. 1 AIFM-Richtlinie ausschließlich die Kontrollerlangung über ein nicht börsennotiertes Unternehmen erfasst. Zwar lässt Art. 26 Abs. 7 AIFM-Richtlinie eine derartige strengere Regulierung des Erwerbs von Beteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen und Emittenten durch das mitgliedstaatliche Recht ausdrücklich zu. Es kann jedoch bezweifelt werden, ob der deutsche Gesetzgeber vorliegend eine solche strengere Regulierung bezweckt hat, oder ob es sich nicht eher um ein redaktionelles Versehen des deutschen Gesetzgebers handelt.[2] Für Letzteres spricht zum einen, dass sich die Regierungsbegründung zum KAGB zu der Frage nicht äußert, sondern sich auf den Hinweis beschränkt, § 291 diene der Umsetzung von Art. 29 AIFM-Richtlinie.[3] Es ist davon auszugehen, dass der deutsche Gesetzgeber, wenn er über die Richtlinienvorgabe hinaus eine Erstreckung von § 291 auf Emittenten angestrebt hätte, dies in der Regierungsbegründung offengelegt hätte. Zum anderen deutet auch der Wortlaut von § 288 Abs. 3 und von § 291 selbst darauf hin, dass § 291 nur die Kontrollerlangung an nicht börsennotierten Unternehmen erfassen soll. § 288 Abs. 3 regelt den Begriff der Kontrolle in Bezug auf Emittenten ausschließlich „für die Zwecke der §§ 290 und 292“, ohne § 291 zu erwähnen. Ferner wird der Begriff des nicht börsennotierten Unternehmens in allen Absätzen von § 291 mehrfach erwähnt; der Begriff des Emittenten taucht außer am Anfang von Abs. 1 an keiner Stelle mehr auf. Es sprechen daher gute Gründe dafür, dass § 291 nur für den Fall der Kontrollerlangung über ein nicht börsennotiertes Unternehmen gilt. **2**

C. Normzweck

§ 291 bezweckt eine Verbesserung der Informationslage der Arbeitnehmer(vertreter) der Zielgesellschaft und der Anleger des AIF über die Zielgesellschaft durch laufende Transparenz im Rahmen der Rechnungslegung. Dass die Anleger des AIF über die Umstände des Beteiligungserwerbs und die Zielgesellschaft sowie deren Entwicklung informiert werden, ist mit Blick auf den zwischen den Anlegern des AIF und der AIF-Ka- **3**

---

1 Zur Entstehungsgeschichte von Art. 29 AIFM-Richtlinie s. Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz/Käpplinger* AIFM, Art. 29 Rn. 3 ff.

2 Dies hält auch *Viciano-Gofferje* BB **2013** 2506, 2510 für möglich.

3 BTDrucks. 17/12294 S. 277.

pitalverwaltungsgesellschaft bestehenden *Principal Agent*-Konflikt (siehe § 290 Rn. 6) grundsätzlich überzeugend. Sofern der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft dagegen Informationspflichten gegenüber Dritten – hier: den Arbeitnehmer(vertretern) der Zielgesellschaft – auferlegt werden, die ausschließlich dadurch begründet und ausgelöst werden, dass die Beteiligung durch geschlossene Spezial-AIF[4] erworben wird, ist dies aus den bereits zu § 289 ausgeführten Gründen rechtspolitisch fragwürdig (siehe ausführlich § 289 Rn. 4 ff.). Im Hinblick auf § 291 kommt hinzu, dass die zusätzlichen Publizitätspflichten neben erhöhten Kosten auch mögliche Wettbewerbsnachteile für durch AIF übernommene Gesellschaften zur Folge haben können.[5]

D. Informationsmedium (Abs. 1)

4 Art. 29 AIFM-Richtlinie benennt zwei zulässige Informationsmedien: entweder den Jahresbericht der Zielgesellschaft (Abs. 1 lit. a) oder den Jahresbericht des AIF gem. Art. 22 (Abs. 1 lit. b). Der deutsche Gesetzgeber setzt diese Vorgabe dahingehend um, dass zulässige Informationsmedien entweder der Jahresabschluss und, sofern gesetzlich vorgeschrieben, der Lagebericht des nicht börsennotierten Unternehmens (Abs. 1 Nr. 1) sind, oder der gem. § 148 vorgesehene Anhang zum Jahresabschluss oder der gem. § 158 vorgesehene Jahresbericht des AIF (Abs. 1 Nr. 2).

I. Jahresabschluss bzw. Lagebericht der Zielgesellschaft (Abs. 1 Nr. 1)

5 Art. 29 AIFM-Richtlinie meint mit dem „Jahresbericht" des nicht börsennotierten Unternehmens dessen Lagebericht.[6] Die weitergehende Formulierung in § 291 Abs. 1 Nr. 1 („Jahresabschluss und, sofern gesetzlich vorgeschrieben, der Lagebericht") soll offenbar Informationslücken bei Zielgesellschaften verhindern, die gesetzlich nicht zur Aufstellung eines Lageberichts verpflichtet sind. Die praktische Bedeutung dieser Erweiterung ist freilich gering: Nicht zur Aufstellung eines Lageberichts verpflichtet sind gem. § 264 Abs. 1 S. 4 HGB Kapitalgesellschaften und Personenhandelsgesellschaften i.S.v. § 264a Abs. 1 HGB (Kapitalgesellschaften & Co.),[7] die „klein" i.S.v. § 267 Abs. 1 HGB sind. Für den Kontrollerwerb durch AIF an solchen Gesellschaften gelten die Informationspflichten des § 291 aber aufgrund der Ausnahmeregelung in § 287 Abs. 2 Nr. 1 für kleine und mittlere Unternehmen[8] ohnehin nicht, da alle Gesellschaften, die aufgrund ihrer Größe gem. § 264 Abs. 1 S. 4 i.V.m. § 267 Abs. 1 HGB von der Pflicht zur Aufstellung eines Lageberichts befreit sind, von dieser Ausnahmeregelung erfasst werden.[9] Der Fall, dass es sich bei der Zielgesellschaft um eine Personenhandelsgesellschaft handelt, die nicht unter den größenspezifischen Ausnahmetatbestand des § 287 Abs. 2 Nr. 1 fällt, aber gleichwohl keinen Lagebericht aufstellen muss, weil sie die Voraussetzungen des § 264a HGB

---

4 Die §§ 287 ff. gelten für geschlossene inländische Spezial-AIF, finden über die Verweisung des § 261 Abs. 7 aber auch auf geschlossene inländische Publikums-AIF Anwendung; krit. dazu *Weitnauer* AG **2013** 672, 674.

5 *Möllers*/*Harrer*/*Krüger* WM **2011** 1537, 1541.

6 Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz*/*Käpplinger* AIFM, Art. 29 Rn. 9.

7 Die Größenklassen des § 267 HGB gelten auch für Personenhandelsgesellschaften i.S.d. § 264a Abs. 1 HGB; s. MüKoHGB/*Reiner* § 267 Rn. 1.

8 Danach sind die §§ 287 bis 292 nicht anzuwenden, wenn es sich bei der Zielgesellschaft um ein kleines oder mittleres Unternehmen i.S.v. Art. 2 Abs. 1 des Anhangs der Empfehlung 2003/361/EG der Kommission vom 6. Mai 2003 betreffend die Definition der Kleinstunternehmen sowie der kleinen und mittleren Unternehmen handelt.

9 Vgl. Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz*/*Käpplinger* AIFM, Art. 29 Rn. 9.

nicht erfüllt (weil es sich also nicht um eine Kapitalgesellschaft & Co. handelt), dürfte nur selten vorkommen. Regelmäßig sind die zusätzlichen Informationen gem. Abs. 2 demnach in den Lagebericht aufzunehmen.

II. Anhang zum Jahresabschluss bzw. Jahresbericht des AIF (Abs. 1 Nr. 2)

6 Abs. 1 Nr. 2 sieht vor, dass alternativ zur Aufnahme der zusätzlichen Informationen gem. Abs. 2 in den Lagebericht der Zielgesellschaft diese Informationen auch in den gem. § 148 vorgesehenen Anhang zum Jahresabschluss oder den gem. § 158 vorgesehenen Jahresbericht des AIF (Abs. 1 Nr. 2) aufgenommen werden können. § 148 betrifft dabei AIF, die als Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital aufgelegt wurden; § 158 betrifft AIF, die als geschlossene Investmentkommanditgesellschaft aufgelegt wurden. Inhaltlich entsprechen sich die Anforderungen an den Anhang zum Jahresabschluss bei einer Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital (§ 148) und an den Jahresbericht einer geschlossenen Investmentkommanditgesellschaft (§ 158) weitgehend. Beim Erwerb einer Beteiligung i.S.v. § 261 Abs. 1 Nr. 2–6 durch einen geschlossenen Publikums-AIF (auf den § 291 aufgrund der Verweisung in § 261 Abs. 7 ebenfalls Anwendung findet) werden bereits durch § 148 Abs. 2 bzw. § 158 S. 2 bestimmte Angaben über die Zielgesellschaft gefordert; diese Angaben werden durch die in § 291 Abs. 2 geforderten Angaben ergänzt.

E. Inhalt der zusätzlichen Informationen (Abs. 2)

7 Bei den Informationen nach Abs. 2 handelt es sich ausschließlich um Informationen, die ohnehin bereits Bestandteil der Rechnungslegung der Zielgesellschaft sind. Insgesamt sind die inhaltlichen Anforderungen an den Lagebericht gem. § 289 HGB bzw. (im Hinblick auf den Erwerb eigener Aktien) an den Anhang zum Jahresabschluss gem. § 160 Abs. 1 Nr. 2 AktG strenger als die in Abs. 2 normierten Anforderungen. Sie werden daher zugleich den Anforderungen des Abs. 2 gerecht.[10] Eine eigenständige Bedeutung haben die Anforderungen nach Abs. 2 daher nur dann, wenn die Zielgesellschaft ausnahmsweise nicht zur Aufstellung eines Lageberichts verpflichtet ist.[11]

I. Bericht über die Lage der Zielgesellschaft (Abs. 2 S. 1)

8 Abs. 2 S. 1 verlangt einen Bericht über die Lage der Zielgesellschaft, in dem der Geschäftsverlauf des Unternehmens so dargestellt wird, dass ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild entsteht. Dem entspricht § 289 Abs. 1 S. 1 HGB, wonach im Lagebericht der Geschäftsverlauf einschließlich des Geschäftsergebnisses und die Lage des Unternehmens so darzustellen sind, dass ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild vermittelt wird.

II. Ereignisse von besonderer Bedeutung, die nach Abschluss des Geschäftsjahres eingetreten sind (Abs. 2 S. 2 Nr. 1)

9 Abs. 2 S. 2 Nr. 1 verlangt die Darstellung von Ereignissen von besonderer Bedeutung, die nach Abschluss des Geschäftsjahres eingetreten sind. Dies entspricht § 289 Abs. 2

10 Zutreffend Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz*/*Käpplinger* AIFM, Art. 29 Rn. 16.
11 Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann/*Bärenz*/*Käpplinger* AIFM, Art. 29 Rn. 11.

Nr. 1 HGB, wonach der Lagebericht auch auf Vorgänge von besonderer Bedeutung eingehen soll, die nach dem Schluss des Geschäftsjahres eingetreten sind.

III. Voraussichtliche Entwicklung der Zielgesellschaft (Abs. 2 S. 2 Nr. 2)

10 Abs. 2 S. 2 Nr. 2 verlangt die Darstellung der voraussichtlichen Entwicklung der Zielgesellschaft. Dies entspricht § 289 Abs. 1 S. 4 HGB, wonach im Lagebericht auch die voraussichtliche Entwicklung mit ihren wesentlichen Chancen und Risiken zu beurteilen und zu erläutern ist.

IV. Angaben über den Erwerb eigener Aktien (Abs. 2 S. 2 Nr. 3)

11 Abs. 2 S. 2 Nr. 3 ist nur einschlägig, wenn es sich bei der Zielgesellschaft um eine Aktiengesellschaft handelt; in diesem Falle sind bestimmte Angaben über den Erwerb eigener Aktien erforderlich. Das Gesetz verweist insoweit auf Art. 22 Abs. 2 der Kapitalrichtlinie.[12] Diese Richtlinie wurde zwischenzeitlich neu gefasst;[13] die erforderlichen Angaben über den Erwerb eigener Aktien finden sich in inhaltlich unveränderter Form nunmehr in Art. 24 Abs. 2 der Richtlinie. Im Einzelnen sind folgende Angaben erforderlich:

- die Gründe für die während des Geschäftsjahres getätigten Ankäufe (lit. a);
- die Zahl und der Nennbetrag oder, wenn ein Nennbetrag nicht vorhanden ist, der rechnerische Wert der während des Geschäftsjahres erworbenen und veräußerten Aktien sowie deren Anteil am gezeichneten Kapital (lit. b);
- bei entgeltlichem Erwerb oder entgeltlicher Veräußerung der Gegenwert der Aktien (lit. c);
- die Zahl und der Nennbetrag oder, wenn ein Nennbetrag nicht vorhanden ist, der rechnerische Wert aller erworbenen und gehaltenen Aktien sowie deren Anteil am gezeichneten Kapital (lit. d).

12 Die Richtlinienbestimmung setzt das deutsche Recht in § 160 Abs. 1 Nr. 2 AktG um. Dieser weicht insoweit von der Richtlinie ab, als die erforderlichen Angaben im Anhang zu machen sind anstatt – wie von der Richtlinie vorgegeben – im Lagebericht. Ein praktisches Problem ergibt sich daraus für die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft nicht, da der Anhang Teil des Jahresabschlusses ist, der gem. Abs. 1 Nr. 1 zulässiges Informationsmedium ist.

F. Inhalt der Pflichten der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft

13 In § 291 sind verschiedene Pflichten angelegt, deren Adressatin jeweils die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft ist. Welche dieser Pflichten im konkreten Fall einschlägig sind, hängt davon ab, ob als Informationsmedium der Lagebericht bzw. Jahresabschluss

---

12 Zweite Richtlinie 77/91/EWG des Rates vom 13. Dezember 1976 zur Koordinierung der Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter für die Gründung der Aktiengesellschaft sowie für die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten, ABl. L 26 vom 31.1.1977, S. 1.

13 Richtlinie 2012/30/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. Oktober 2012 zur Koordinierung der Schutzbestimmungen, die in den Mitgliedstaaten den Gesellschaften im Sinne des Artikels 54 Absatz 2 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union im Interesse der Gesellschafter sowie Dritter für die Gründung der Aktiengesellschaft sowie für die Erhaltung und Änderung ihres Kapitals vorgeschrieben sind, um diese Bestimmungen gleichwertig zu gestalten, ABl. L 315 vom 14.11.2012, S. 74.