

Stellungnahme zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2014/91/EU zur Änderung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Aufgaben der Verwahrstelle, die Vergütungspolitik und Sanktionen (OGAW-V-Umsetzungsgesetz – OGAW-V-UmsG)

Sehr geehrter Herr Dr. Hogh,

wir danken Ihnen für die Möglichkeit zur Stellungnahme zu dem von Ihnen mit Email vom 03. Juli 2015 übersandten Referentenentwurf zum OGAW-V-Umsetzungsgesetz. Wir beschränken uns in dieser Stellungnahme auf die Darstellung der durch den Referentenentwurf eintretenden Auswirkungen auf Venture Capital und Private Equity Fonds.

Kernpunkte

- Die vorgeschlagenen Regelungen für Gesellschafterdarlehen wirken sich nachteilig auf den Venture Capital und Private Equity Standort Deutschland und die Kapitalversorgung der deutschen Wirtschaft aus. Sie sind nicht geboten und verstoßen gegen den Koalitionsvertrag.
- Die vorgeschlagenen zusätzlichen Anforderungen für kleine AIFM sind nicht geboten und verschlechtern erheblich die Rahmenbedingungen für Venture Capital und Private Equity in Deutschland. Dies widerspricht den erklärten Zielen der Bundesregierung.
- Von den vorgeschlagenen Änderungen für Gesellschafterdarlehen ist daher abzusehen!

Was will der Referentenentwurf?

Mit dem Referentenentwurf soll unter anderem die Vergabe von Darlehen einschließlich Gesellschafterdarlehen durch Spezial-AIF geregelt werden. Dies dient offenbar auch dazu, die gesetzlich bisher nicht gestützte Verwaltungsauffassung der BaFin gesetzlich zu regeln.

Der Referentenentwurf sieht unter anderem hohe Anforderungen und schwerwiegende Restriktionen für die Darlehensvergabe vor:

- So sollen insbesondere Spezial-AIF Vorgaben z. B. für den Umfang von Gesellschafterdarlehen gemacht werden.
- Lediglich registrierten Kapitalverwaltungsgesellschaften werden umfassende Organisations- und Handlungspflichten auferlegt, die nahezu vergleichbar einer Bank sind.

Was sind die Probleme aus Sicht der Beteiligungsbranche?

Die Anforderungen und Restriktionen im Referentenentwurf würden die Geschäftsaktivitäten der deutschen Venture Capital und Private Equity Branche erheblich beschränken. Die Anforderungen und Restriktionen insbesondere für Gesellschafterdarlehen sind europarechtlich nicht geboten und auch in anderen EU-Mitgliedsstaaten nicht üblich. Es erfolgt ein erneutes „gold plating“, das auch en langfristigen Zielen der Schaffung einer Kapitalmarktunion zuwider läuft. Es entstünde ein erheblicher Wettbewerbsnachteil!

Eine Umsetzung des Referentenentwurfs würde zu einer schwerwiegenden Verschlechterung der Rahmenbedingungen für Venture Capital und Private Equity Fonds in Deutschland führen. Dies würde sich nachteilig auf die Kapitalversorgung junger Unternehmen und des Mittelstandes auswirken.

Der Referentenentwurf steht damit im klaren Widerspruch zum Koalitionsvertrag: Die Große Koalition beabsichtigt eine Verbesserung der Rahmenbedingungen für Venture Capital und Private Equity sowie der Mittelstandsfinanzierung (siehe insbesondere Seite 16, 17 und 98 des Koalitionsvertrages) und nicht eine Verschlechterung!

Was ist zu tun?

Wir regen an, den Referentenentwurf vor diesem Hintergrund kritisch zu prüfen und die erforderlichen Änderungen vorzunehmen, insbesondere:

- **Gesellschafterdarlehen von Spezial-AIF dürfen nicht anders behandelt werden als Eigenkapitalbeteiligungen:** Durch eine Ausnahme von Gesellschafterdarlehen aus dem Begriff Gelddarlehen kann die drohende Verschlechterung verhindert werden.
- **Nicht mehr Anforderungen an kleine Kapitalverwaltungsgesellschaften:** Von den vorgesehenen zusätzlichen Anforderungen sollte abgesehen werden.

Diese beiden Positionen erläutern wir in der **Anlage 1** im Detail. In der **Anlage 2** haben wir unsere Änderungsvorschläge zu einzelnen Vorschriften tabellarisch zusammengefasst. Wir dürfen Sie darauf hinweisen, dass wir in der **Anlage 2** zusätzlich drei dringende Themen ansprechen, die bisher nicht Gegenstand des Referentenentwurfs sind:

- Derzeit treten erhebliche Probleme bei sog. kleinen Kapitalverwaltungsgesellschaften auf, da die BaFin deren Tätigkeit ausschließlich auf die Tätigkeit als Kapitalverwaltungsgesellschaft beschränken möchte. Dies erscheint nicht richtig, da die kleinen Kapitalverwaltungsgesellschaften damit strenger als die sog. großen Kapitalverwaltungsgesellschaften behandelt werden würden. Unseres Erachtens fehlt es hierfür an der gesetzlichen Grundlage. Die BaFin beruft sich auf § 15 KAGB. Damit wird auch das in der AIFM-Richtlinie angelegte Konzept der Regulierung „light“ in sein Gegenteil verkehrt. Wir sind der Auffassung, dass diese Vorschrift nicht ein solch weitgehendes Tätigkeitsverbot rechtfertigt und regen eine entsprechende Klarstellung der Norm an. Wir verweisen auf unseren Vorschlag zu § 15 KAGB in **Anlage 2**.
- Gemäß Artikel 67 der AIFM-Richtlinie steht ein Systemwechsel beim Vertriebsregime für Drittlandsfonds an. Es kommt dabei aber zu erheblichen Verzögerungen. So ist die Frist für einen Vorschlag der ESMA unseres Wissens ergebnislos am 22.07.2015 verstrichen. Auch befürchten wir, dass der Regimewechsel nicht problemlos von statten gehen wird. Wir regen daher einen modifizierten Übergang in das neue Vertriebsregime an. Wir verweisen auf unseren Vorschlag zu § 295 Absatz 2 Nummer 1 KAGB in **Anlage 2**.
- Wie schon in früheren Stellungnahmen angeregt, sollten die verschiedenen Begriffe des semiprofessionellen Anlegers angepasst werden. Wir verweisen auf unseren Vorschlag zu § 1 Absatz 19 Nummer 33 KAGB in **Anlage 2**.

Selbstverständlich stehen wir gerne für eine zeitnahe Erörterung der dargestellten Gesichtspunkte an Amtsstelle zur Verfügung.

Für Rückfragen stehen wir Ihnen jederzeit gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Anlage 1

1 **Gesellschafterdarlehen von Spezial-AIF**

1.1 **Warum sind der BVK und seine Mitglieder betroffen?**

Der Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) ist der Branchen- und Interessenverband der deutschen und der in Deutschland tätigen Kapitalbeteiligungsgesellschaften. Allein in den vergangenen drei Jahren wurden weit über **15 Milliarden Euro Beteiligungskapital** in deutsche Unternehmen investiert. Derzeit arbeiten über eine Millionen Menschen in ca. 5.000 mit Beteiligungskapital finanzierten Unternehmen. Auch und gerade im Gründungsbereich ist Beteiligungskapital wesentliche Quelle der Innovationsfinanzierung. Vor diesem Hintergrund ist die Verbesserung der Rahmenbedingungen für Beteiligungskapital eines der erklärten Ziele der Bundesregierung.

Unsere Mitglieder finanzieren Unternehmen mit wirtschaftlichem Eigenkapital. Dieses wird in Form von Eigenkapitalbeteiligungen, aber auch in Form von Gesellschafterdarlehen zur Verfügung gestellt. Das Kapital wird in der Regel über Spezial-AIF im Sinne des KAGB eingesammelt.

Regelungen zu Gesellschafterdarlehen für Spezial-AIF betreffen unsere Mitglieder daher unmittelbar.

(a) **Wirtschaftliche Bedeutung und Rahmenbedingungen für Gesellschafterdarlehen**

(i) **Wirtschaftliche Bedeutung von Gesellschafterdarlehen**

Gesellschafterdarlehen stellen einen wichtigen Bestandteil der Unternehmensfinanzierung dar. Die deutsche Wirtschaft nutzt dieses Instrument sehr häufig. Auch wenn aus wirtschaftlicher Sicht Gesellschafterdarlehen zu den Eigenmitteln gezählt werden, stellen sie technisch Fremdkapital dar. Dies reflektiert sich auch in den Eigenkapitalquoten der deutschen Wirtschaft, die geringer sind als die statistischen Eigenmittelquoten der Unternehmen¹.

(ii) **Motive für den Einsatz von Gesellschafterdarlehen**

Die Motive für den Einsatz von Gesellschafterdarlehen sind vielfältig. Von großer Bedeutung dürfte aber sicherlich sein, dass sie ein flexibles Instrument der Unternehmensfinanzierung darstellen. Sie sind zivilrechtlich meist einfacher zu arrangieren als Eigenkapitalfinanzierungen. So werden Gesellschafterdarlehen häufig in Krisenzeiten eingesetzt, um Unternehmen Liquidität zur Verfügung zu stellen, ohne eine Kapitalerhöhung durchführen zu müssen. Kapitalerhöhungen bedürfen der Zustimmung aller Gesellschafter, denn sie können zur Verschiebung von Beteiligungsquoten führen. Aber auch in guten Zeiten werden Gesellschafterdarlehen eingesetzt, um z. B. der unterschiedlichen Finanzierungskraft von Gesellschaftern Rechnung zu tragen ohne Auswirkungen auf die Beteiligungsquoten zu bewirken. Letztlich sind

¹ Siehe KfW-Mittelstandspanel 2013.

Gesellschafterdarlehen Ausdruck der verfassungsrechtlich verbürgten Finanzierungsfreiheit².

(iii) **Gesetzlicher Rahmen für Gesellschafterdarlehen**

Der Gesetzgeber hat die Finanzierungsfreiheit nur in engen Grenzen rechtlich eingeschränkt bzw. bewirkt häufig eine rechtliche Gleichstellung von Eigenkapital und Gesellschafterdarlehen in bestimmten Situationen. Beispielhaft sei auf die Vorschrift § 39 Abs. 1 Nr. 5 InsO hingewiesen, die den Gesellschafter zu einem nachrangigen Insolvenzgläubiger erklärt. § 135 InsO sichert die Gläubiger mittels eines Zugriffs auf den Gesellschafter gegen Minderungen der Insolvenzmasse ab. Banken unterliegen diesen Restriktionen nicht. Schon diese Vorschriften verdeutlichen, dass Gesellschafterdarlehen keinesfalls Ersatz von Bankdarlehen darstellen, sondern vielmehr eigenkapitalähnliche Finanzierungen von Unternehmen darstellen.

Der eigenkapitalähnliche Charakter der Gesellschafterdarlehen wird auch durch einen häufig, wenn auch nicht immer vereinbarten qualifizierten Rangrücktritt verdeutlicht. Regelmäßig verlangen die ebenfalls die den Unternehmen Kredit gebenden Banken, dass die Gesellschafterdarlehen hinter den Bankdarlehen rangieren. Auch dies zeigt die Nähe zum Eigenkapital.

Die BaFin hat den strukturellen Unterscheid von Gesellschafterdarlehen und Bankfinanzierung bei der Anwendung des Tatbestandes des Kreditgeschäfts nach § 1 Abs. 1 Satz 2 Nr. 2 KWG anerkannt (siehe hierzu unten)³.

(b) **Gesellschafterdarlehen bei Venture Capital und Private Equity**

Gesellschafterdarlehen werden auch durch Beteiligungsgesellschaften in gleicher Weise eingesetzt.

(i) **Venture Capital Fonds**

Venture Capital Fonds setzen Gesellschafterdarlehen häufig ein, um zum Beispiel kritische Liquiditätssituationen bei Portfolio-Unternehmen bis zu einer eigenkapitalbasierten nächsten Finanzierungsrunde zu überbrücken. Solche Finanzierungsquellen sind oft nicht kurzfristig herbeiführbar und führen häufig zu Verschiebungen der Anteilsquoten. Banken stehen nicht als Liquiditätsquelle zur Verfügung. Ohne diese sog. bridge loans würde das Unternehmen insolvent werden.

(ii) **Sonstige Beteiligungsfirmen**

Auch außerhalb des Venture Capital sind Gesellschafterdarlehen von großer Bedeutung:

- Ein Private Equity Fonds soll eine proportionale Minderheitsbeteiligung an einem Mittelständler eingehen. Dieser ist schon mittels Gesellschafterdarlehen seitens der Altgesellschafter finanziert. Wäre das Beteiligungsunternehmen nicht in der Lage, Gesellschafterdarlehen

² Zur Finanzierungsfreiheit allgemein z. B. BFH NJW 1992, 2309; Baumbach/Hueck, GmbHG, 20. Auflage 2013, Anhang nach § 30 Gesellschafterfinanzierung, RN 1 zur einfach gesetzlichen Verbürgung der Finanzierungsfreiheit im GmbHG.

³ Merkblatt - Hinweise zum Tatbestand des Kreditgeschäfts (Stand: April 2014) vom 8. Januar 2009, zuletzt geändert am 25. April 2014

zu gewähren, müsste es disproportional Eigenkapital geben. Das Ziel einer proportionalen Beteiligung wäre nicht erreichbar.

- Im Rahmen einer proportionalen Minderheitsbeteiligung an einem Mittelständler soll ein größerer kapitaldisproportionaler Finanzierungsbeitrag seitens des Private Equity Fonds gewährt werden. Die Beteiligungsquoten sollen dabei aber nicht verändert werden. Mittels Gesellschafterdarlehen wäre dies einfach darzustellen.
- Ein Private Equity Fonds erwirbt eine Mehrheit an einem Unternehmen und möchte dies branchentypisch mit Eigenkapital und Gesellschafterdarlehen finanzieren. Ohne Gesellschafterdarlehen wäre dies nicht möglich.
- Ein Private Equity Fonds muss in der Krise einspringen. Eine Kapitalerhöhung würde zuviel Zeit benötigen bzw. könnte am Widerstand von Minderheitsgesellschaftern scheitern. Banken stehen nicht mit Kapital bereit bzw. fordern diesen kurzfristigen Einschuss. Wäre das Private Equity Fonds nicht in der Lage, ein Gesellschafterdarlehen zu gewähren, droht die Insolvenz.

Dies hier beschriebenen Situationen sind nicht spezifisch für Private Equity, sondern treten auch in z. B. Familiengesellschaften häufig auf. Wie diese Beispiele aus der Praxis aber auch zeigen, nutzen auch Private Equity Fonds die Finanzierungsfreiheit in gleicher Weise wie andere Teilnehmer des Wirtschaftslebens.

1.2 Wie ist der rechtliche Status Quo bei Gesellschafterdarlehen durch Spezial-AIF?

Derzeit bestehen für Spezial-AIF keine gesetzlichen Anforderungen hinsichtlich der Vergabe von Gesellschafterdarlehen. Dies erklärt sich aus der Natur des Spezial-AIF nach § 285 KAGB.

Das KAGB sieht lediglich vor, dass geschlossene Spezial-AIFs in Vermögenswerte investieren müssen, deren Verkehrswert ermittelt werden kann (§ 285 KAGB). Weitergehende Beschränkungen der Vermögensgegenstände beinhaltet das Gesetz nicht. Insbesondere gibt der Gesetzgeber keine EK:FK-Relationen und keine volumenmäßigen Begrenzungen für Gesellschafterdarlehen vor.

Dies war eine bewusste Entscheidung des Gesetzgebers, der Spezial-AIF eine umfassende Handlungsfreiheit einräumt. Dies geht einher mit der Beschränkung der möglichen Anleger in Spezial-AIF auf professionelle und semi-professionelle Anleger (§ 1 Abs. 6, § 277 KAGB).

1.3 Was würde sich bei Umsetzung des Referentenentwurfs ändern?

Der Referentenentwurf würde tiefgreifende Veränderungen mit sich bringen, wie der nachfolgende tabellarische Vergleich beweist:

Vorher	Nachher
Bewertbarkeitserfordernis nach § 285 Absatz 1 KAGB (erfüllbar)	Bewertbarkeitserfordernis (erfüllbar)
Gesellschafterdarlehen können im wirtschaftlich sinnvollen Rahmenbedingungen Gesellschafterdarlehen begeben. Ratios werden	§ 285 Absatz 3 Nr. 1 KAGB: Gesellschafterdarlehen sind nur im Verhältnis Eigenkapital:Gesellschafterdarlehen von 1:1

Vorher	Nachher
<p>nicht vorgegeben. Damit stehen Spezial-AIF anderen Wirtschaftsteilnehmern gleich (Level playing field).</p>	<p>zulässig. Damit besteht kein level playing field mit anderen Wirtschaftsteilnehmern. Dies kann sich nachteilig auswirken, da Spezial-AIF nicht mehr im wirtschaftlich sinnvollen Rahmen, sondern nur noch aufsichtsrechtlich begrenzt Gesellschafterdarlehen begeben können. Zu den praktischen Auswirkungen siehe unten.</p>
<p>Gesellschafterdarlehen können im wirtschaftlich sinnvollen Rahmenbedingungen begeben. Volumenmäßige Begrenzungen sind nicht vorgesehen. Damit stehen Spezial-AIF anderen Wirtschaftsteilnehmern gleich (Level playing field).</p>	<p>§ 285 Absatz 3 Nr. 2 KAGB: Ein Spezial-AIF darf nur maximal 30% seiner Einlageverpflichtungen abzüglich der Summe für Aufwendungen des Spezial-AIF in Gesellschafterdarlehen investieren. Damit besteht kein level playing field mit anderen Wirtschaftsteilnehmern. Dies kann sich nachteilig auswirken, da Spezial-AIF nicht mehr im wirtschaftlich sinnvollen Rahmen, sondern nur noch aufsichtsrechtlich begrenzt Gesellschafterdarlehen begeben können. Zu den praktischen Auswirkungen siehe unten.</p>

Es ist nachvollziehbar, dass die neuen Regelungen sich erheblich auf die Geschäftsaktivität von Venture Capital und Private Equity Fonds auswirken können. Die nachfolgenden Beispiele, die orientieren sich an den oben dargestellten Motivlagen für die Vergabe von Gesellschafterdarlehen anlehnen, belegen dies:

- Venture Capital oder Fonds kann den oben beschrieben dringend erforderlichen Bridge Loan nicht geben, da dieser außerhalb des Eigenkapital:Fremdkapitalverhältnisses von 1:1 ist.
- Ein Private Equity Fonds soll eine proportionale Minderheitsbeteiligung an einem Mittelständler eingehen. Dieser ist schon mittels Gesellschafterdarlehen seitens der Altgesellschafter finanziert, aber nicht im Verhältnis 1:1. Die Beteiligung ist nicht möglich.
- Im Rahmen einer proportionalen Minderheitsbeteiligung an einem Mittelständler soll ein größerer kapitaldisproportionaler Finanzierungsbeitrag seitens des Private Equity Fonds gewährt werden. Die Beteiligungsquoten sollen dabei aber nicht verändert werden. Dies ist nicht möglich, da die neuen Schwellenwerte des vorgeschlagenen § 285 Absatz 3 KAGB nicht eingehalten werden.

Eine Begründung für die massiven Eingriffe in die bisher bestehende Handlungsfreiheit für Spezial-AIF besteht unseres Erachtens nicht. Vielmehr entstehen erhebliche Konflikte mit den Zielen der Bundesregierung, die im Koalitionsvertrag niedergelegt sind.

- **Widerspruch zu Koalitionsvertrag:** Würde die Möglichkeit von Spezial-AIF beschränkt werden, Gesellschafterdarlehen zu begeben, würden sie erheblich in ihrer Funktionsfähigkeit eingeschränkt werden. Venture Capital und andere Private Equity Fonds könnten nicht mehr wie bisher ihrer Funktion als Finanzierungsquelle nachkommen. Dies würde auch den dem im Koalitionsvertrag niedergelegten Ziel, die „Rahmenbedingungen für Wagniskapital international wettbewerbsfähig“ gestalten und „Deutschland als Fondsstandort attraktiv“ zu machen zu wider

laufen. Auch widerspricht dies dem erklärten Ziel, die Rahmenbedingungen für Mittelstandsfinanzierungen zu verbessern (siehe insbesondere Seiten 16 und 17 des Koalitionsvertrages).

- **Kein Regulierungsbedarf:** Der Gesetzentwurf stellt die Gesellschafterfremdfinanzierung der schlichten Darlehensvergabe gleich. Dies ist nicht gerechtfertigt, da bei der Gesellschafterfremdfinanzierung ein Gesellschafter lediglich in unterschiedlicher rechtlicher Form seine Mittel zur Verfügung stellt. Eine Gesellschafterfremdfinanzierung stellt aber keine regulierungsbedürftige Aktivität dar, auch wenn sie von einem Spezial-AIF durchgeführt wird. Es bestehen keine besonderen Risiken, weder für die Anleger noch für den Finanzmarkt. Die ESMA hat daher auch sich bisher nicht auf die Gesellschafterfremdfinanzierung fokussiert, sondern lediglich Darlehensfonds in ihre Betrachtung einbezogen. Wir regen daher an, im Gesetzesentwurf klar zu differenzieren und Gesellschafterdarlehen von den beabsichtigten gesetzlichen Regeln auszunehmen.
- **Keine Rechtfertigung für § 285 Absatz 3 Nummer 1 KAGB:**
 - Wir können nicht nachvollziehen, warum ein 1:1 Verhältnis erforderlich ist. Eigenkapitalbeteiligungen und Gesellschafterdarlehen weisen nahezu gleiche identische Risikoprofile aus Sicht des Fonds und seiner Investoren auf. Auch ist nicht erkennbar, welche Finanzmarktrisiken durch Gesellschafterdarlehen entstehen sollten. Eine Rechtfertigung für diese Begrenzung ist daher nicht erkennbar.
 - Kein anderer Mitgliedsstaat sieht eine solche debt:equity Ratio für Gesellschafterdarlehen aufsichtsrechtlich vor. Der deutsche Spezial-AIF würde dadurch unattraktiv werden und die angestrebte einheitliche Kapitalmarktunion gefährdet. Ziel der AIFM Richtlinie war es gerade, einen einheitlichen Rahmen für AIF in Europa zu schaffen.
 - Auch würde die Regelung zu einer unterschiedlichen Behandlung von AIF und anderen Gesellschaftern führen. So können z. B. Finanzierungen durch AIF nicht möglich sein, da sie nicht in gleicher Quote wie andere Gesellschafter eines Unternehmens finanzieren können. Dies kann zur Verschärfung der Finanzierungssituation für Unternehmen insbesondere im Mittelstand führen. Der Koalitionsvertrag fordert (siehe Seite 16): „Hemmnisse bei der Mittelstandsfinanzierung werden wir abbauen und dafür sorgen, dass keine neuen entstehen.“ Hiermit wird eindeutig ein Hemmnis für die Mittelstandsfinanzierung erwogen. Dies ist sehr bedauerlich, da eine Begründung für diese ratio nicht ersichtlich ist.
 - Es sei darauf hingewiesen, dass diese Regelung nicht zu einer Verbesserung, sondern eine Verschlechterung der rechtlichen Rahmenbedingungen für Wagniskapital darstellt. Dadurch wird Deutschland nicht international wettbewerbsfähiger und der Fondstandort nicht attraktiver, da sich in anderen EU-Mitgliedsstaaten nicht entsprechende Regelungen finden. Diese Regelung widerspricht damit dem Koalitionsvertrag (siehe Seite 17 des Koalitionsvertrages).
- **Keine Rechtfertigung für § 285 Absatz 3 Nummer 2 KAGB:**
 - Gleiches gilt für die 30% Grenze nach Nummer 2. Die 30% Grenze wurde vom europäischen Verordnungsgeber vorgesehen, ohne dies näher zu begründen.

Insbesondere wird sie nicht mit besonderen Risiken der Vergabe von Gesellschafterdarlehen begründet.

- Eine generelle Übertragung dieser Grenze auf geschlossene Spezial-AIF erscheint nicht gerechtfertigt. Diese würde die nach Nummer 1 vorgesehene debt/equity Ratio sogar effektiv weiter einschränken, da bei einer einheitlichen Anwendung der 30% Grenze auf alle Investments keine 1:1-Finanzierungsstruktur möglich ist. Diese Regelung würde ebenso ein Hemmnis für die Mittelstandsfinanzierung darstellen. Auch führt diese Regelung zu einer Verschlechterung der rechtlichen Rahmenbedingungen für Wagniskapital, da damit Spezial-AIF in ihrer Investitionstätigkeit erheblich eingeschränkt werden. Dies ist sehr bedauerlich, da eine Begründung auch für die 30%-Grenze nicht ersichtlich ist.
- Mit unserer Forderung, Spezial-AIF hinsichtlich Gesellschafterdarlehen gegenüber anderen Marktteilnehmern nicht schlechter zu stellen, ist keine Besserstellung der Spezial-AIF verbunden, sondern es wird lediglich dem verfassungsrechtlichen Grundrecht der Gleichbehandlung genüge getan und dem Grundrecht der allgemeinen Handlungsfreiheit Geltung verschafft.

1.4 **Was ist zu tun?**

§ 285 Absatz 3 KAGB sollte daher ersatzlos gestrichen werden.

2 Gesellschafterdarlehen durch Spezial-AIF

2.1 **Warum sind der BVK und seine Mitglieder betroffen?**

Unsere Mitglieder sind nahezu ausschließlich als sog. kleine Kapitalverwaltungsgesellschaften im Sinne von § 2 Absatz 4 KAGB organisiert. Eine Änderung der Anforderungen an diese Kapitalverwaltungsgesellschaften hat damit unmittelbare Auswirkungen auf unsere Mitglieder.

2.2 **Wie ist der rechtliche Status Quo?**

Gemäß § 2 Absatz 4 KAGB registrierte Kapitalverwaltungsgesellschaften sind zu einer ordnungsgemäßen Tätigkeit als Kapitalverwaltungsgesellschaft verpflichtet, auch wenn gesetzlich nicht eine Geltung der §§ 26 ff. KAGB angeordnet ist. Dies ergibt sich schon allein auf Grund zivilrechtlicher Pflichten gegenüber dem Fonds und seinen Investoren.

Selbstverständlich führen auch registrierte Kapitalverwaltungsgesellschaften eine pflichtgemäße Portfolioverwaltung und ein Risikomanagement durch. Dabei wird in der Praxis das Investment in ein Beteiligungsunternehmen betrachtet. Selbstverständlich spielt dabei auch die zivilrechtliche Umsetzung der Beteiligung eine Rolle, d.h. es wird die unter Berücksichtigung aller relevanten Parameter die richtige Beteiligungsform ermittelt und durchgeführt. Dies kann neben Eigenkapitalbeteiligungen auch Gesellschafterdarlehen umfassen, da dies in der individuellen Situation für die Beteiligten wirtschaftlich sinnvoll ist. Da das Investment in seiner Gesamtheit betrachtet wird, erfolgt aber nachvollziehbarerweise kein gesonderter Prozess für Gesellschafterdarlehen.

2.3 **Was würde sich bei Umsetzung des Referentenentwurfs ändern?**

Der Referentenentwurf würde tiefgreifende Veränderungen mit sich bringen, wie der nachfolgende tabellarische Vergleich beweist:

Vorher	Nachher
<p>Gesellschafterdarlehen werden im Rahmen der üblichen, für Investments passenden Portfolioverwaltungs- und Risikomanagementprozesse, behandelt. Im KAGB erfolgt dazu keine spezielle Regelung.</p>	<p>Lediglich im Hinblick auf die Vergabe von Gesellschafterdarlehen werden folgende Vorschriften für anwendbar erklärt:</p> <ul style="list-style-type: none"> • § 20 Absatz 9 • § 26 Absatz 1, 2 und 7 • § 27 Absatz 1, 2 und 5 • § 29 Absatz 1, 2, 5, 5a und 6 • § 30 Absatz 4, 4a und 5 • § 34 Absatz 6 • § 285 Absatz 2 und 3 KAGB. <p>Es kommt somit zu einer umfassenden Ausweitung der anzuwendenden Rechtsvorschriften, die in der AIFM-Richtlinie nicht vorgesehen ist und auch nicht in anderen Mitgliedsstaaten praktiziert wird. Dies führt zu einem erheblichen gold plating und damit zu einer erheblichen Verschlechterung der Rahmenbedingungen für registrierte Kapitalverwaltungsgesellschaften im Sinne von § 2 Absatz 4 KAGB, die nicht gerechtfertigt erscheint. Diese Kapitalverwaltungsgesellschaften dürfen lediglich geschlossene Spezial-AIF verwalten, also AIF, die sowohl hinsichtlich ihrer Anleger als auch ihrer technischen Ausgestaltung erheblichen Anforderungen unterliegen. Insbesondere folgende Normen würden zu einer erheblichen Ausweitung der Verpflichtungen für registrierte Kapitalveraltungsgesellschaften führen, die nicht geboten erscheinen:</p>
<p>Bisher nicht vorgesehen.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • § 26 Absatz 1 und Absatz 2: Die AIFM-Richtlinie stellt die registrierten Kapitalveraltungsgesellschaften bewusst von einer Anwendung der allgemeinen Regeln für Kapitalverwaltungsgesellschaften frei. Der deutsche Gesetzgeber ist dem gefolgt, da dies eine erhebliche Vereinfachung bringt und damit dem gesetzgeberischen Ziel der Registrierung entspricht. Es ist nicht nachvollziehbar, warum der bloße Umstand der Vergabe von Gesellschafterdarlehen

Vorher	Nachher
	<p>eine Abkehr von dieser Grundkonzeption rechtfertigen soll. Dies ist bisher schon nicht für erforderlich angesehen worden und erscheint auch zukünftig nicht geboten.</p>
<p>Bisher nicht vorgesehen.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • § 26 Absatz 7: Der Verweis geht fehl, da schon keine Verwahrstelle zu bestellen ist.
<p>Bisher nicht vorgesehen.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • § 27 Absatz 1 und Absatz 2: Es gelten die Ausführungen zu § 26 Absatz 1 und 2.
<p>Bisher nicht vorgesehen.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • § 29 Absätze 1, 2 und 5: Es gelten die Ausführungen zu § 26 Absatz 1 und 2.
<p>Bisher nicht vorgesehen.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • § 29 Absatz 5a Satz 1: Es gelten die Ausführungen zu § 26 Absatz 1 und 2.
<p>Bisher nicht vorgesehen.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • § 30 Absatz 4, 4a und 5: Die verwalteten Spezial-AIF müssen geschlossene AIF sein. Ein Liquiditätsmanagement im Hinblick auf Rückgabe von Anteilen ist daher entbehrlich. Zwar kann sich ein Spezial-AIF auch fremdfinanzieren, für diesen Fall sieht aber § 2 Absatz 4 einen frühzeitigeren Wechsel zur Erlaubnis vor. Das Gesetz beinhaltet damit schon einen adäquaten Mechanismus zum Umgang mit Leverage. Die bloße Tatsache der Vergabe von Gesellschafterdarlehen rechtfertigt es nicht, ein umfassendes Liquiditätsmanagement zu fordern. Gesellschafterdarlehen weisen auch hinsichtlich der Liquiditätsplanung den Vorteil auf, dass in der Regel Rückzahlungstermine vereinbart sind. Eine Rückzahlung von Eigenkapital ist dagegen nicht grundsätzlich vorhersehbar.
<p>Bisher nicht vorgesehen.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • § 34 Absatz 6: Der neue § 34 Absatz 6 erklärt § 14 KWG für anwendbar. Dies soll auch für lediglich registrierte Kapitalverwaltungsgesellschaften gelten, die Gesellschafterdarlehen vergeben. § 14 KWG dient dem Interesse der Bankaufsicht an zeitnahen Informationen über die Kreditgewährung einzelner Institute und den Interessen der Institute an Informationen über Höhe und Struktur der Verschuldung größerer Kreditnehmer. Dies ist bei Einlagenkreditinstituten auch gerechtfertigt, da dadurch die Aufsicht mögliche Risiken

Vorher	Nachher
	<p>für die Einlagen aus der Aktivseite der Bankbilanz besser beurteilen kann. Registriere Kapitalverwaltungsgesellschaften verwalten aber ausschließlich Spezial-AIF, die von der Anlegerseite ausschließlich mit haftendem Eigenkapital finanziert werden. Eine Übertragung der Regelungen für Einlagenkreditinstitute ist daher nicht geboten. Banken vergeben auch keine Gesellschafterdarlehen, sondern schlichte Darlehen. Des Weiteren würde dies auch zu einer mehrfachen Berichtspflicht führen, denn die registrierten Kapitalverwaltungsgesellschaften berichten ihre Anlagen schon gemäß § 44 Absatz 7.</p>
-	<ul style="list-style-type: none"> • § 285 Absatz 2 und 3: Der Verweis ist nicht erforderlich, Da schon über den Verweis auf § 20 Absatz 9 diese Vorschriften gelten.

Es ist nachvollziehbar, dass diese Regelung sich erheblich auf die Geschäftsaktivität von registrierten Kapitalverwaltungsgesellschaften auswirken würde. Insbesondere im Hinblick auf Gesellschafterdarlehen ist aber nicht erkennbar, warum eine solche weitgehende Regelung geboten sein sollte. Eine Begründung für die massiven Eingriffe besteht unseres Erachtens nicht. Vielmehr entstehen erhebliche Konflikte mit den Zielen der Bundesregierung, die im Koalitionsvertrag niedergelegt sind.

- **Widerspruch zu Koalitionsvertrag:** Diese massive Verschärfung der Rahmenbedingungen für registrierte Kapitalverwaltungsgesellschaften verstößt gegen das im Koalitionsvertrag niedergelegte Ziel der Bundesregierung, die „Rahmenbedingungen für Wagniskapital international wettbewerbsfähig“ gestalten und „Deutschland als Fondsstandort attraktiv“ zu machen. Auch widerspricht dies dem erklärten Ziel, die Rahmenbedingungen für Mittelstandsfinanzierungen zu verbessern. Kein anderer Mitgliedstaat der EU hat unseres Wissens derartige Regelungen für Kapitalverwaltungsgesellschaften, deren AIF auch Gesellschafterdarlehen geben. Auch die EuVECA sieht nicht derartige Anforderungen vor.
- **Kein Regulierungsbedarf:** Es ist nicht erkennbar, dass überhaupt insoweit Regulierungsbedarf besteht. Die ESMA hat daher auch sich bisher nicht auf die Gesellschafterfremdfinanzierung fokussiert, sondern lediglich Darlehensfonds in ihre Betrachtung einbezogen. Wir regen daher an, im Gesetzesentwurf klar zu differenzieren und Gesellschafterdarlehen von den beabsichtigten gesetzlichen Regeln auszunehmen.

2.4 Was ist zu tun?

§ 2 Absatz 4 KAGB sollte nicht wie vorgeschlagen geändert werden.

Anlage 2

Nr.	Vorschrift	Anmerkung
Artikel 1 - KAGB		
	§ 1	<p>Wir regen an, eine Definition für den Begriff Gelddarlehen zu erwägen. Dies würde eine Vereinfachung der gesetzlichen Formulierungen ermöglichen.</p> <p>Eine Definition könnte wie folgt lauten:</p> <p style="padding-left: 40px;">Gelddarlehen sind Darlehen in Geld, die für Rechnung des AIF oder vom AIF selbst, es sei denn die Darlehen werden an ein Unternehmen vergeben, an dem der AIF bereits direkt oder indirekt beteiligt ist oder an dem sich der AIF direkt oder indirekt zu beteiligen beabsichtigt. Stille Beteiligungen, Darlehen mit Verlustteilnahmeklauseln und mit qualifiziertem Nachrang versehene Darlehen sind keine Gelddarlehen im Sinne dieses Gesetzes.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Die Definition erfasst die verschiedenen rechtlichen Möglichkeiten der Vergabe von Darlehen (für Rechnung oder durch den AIF selbst). • Der Gesetzentwurf stellt bisher die Gesellschafterfremdfinanzierung der schlichten Darlehensvergabe gleich. Dies ist nicht gerechtfertigt, da bei der Gesellschafterfremdfinanzierung ein Gesellschafter lediglich in unterschiedlicher rechtlicher Form seine Mittel zur Verfügung stellt. Eine Gesellschafterfremdfinanzierung stellt aber keine zu regulierungsbedürftige Aktivität dar, auch wenn sie von einem AIF durchgeführt wird. Es bestehen keine besonderen Risiken, weder für die Anleger noch für den Finanzmarkt. Die ESMA hat daher auch sich bisher nicht auf die Gesellschafterfremdfinanzierung fokussiert, sondern lediglich Darlehensfonds in ihre Betrachtung einbezogen. Wir regen daher an, im Gesetzesentwurf klar zu differenzieren. • Es wird entsprechend der bisherigen Praxis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht klargestellt, dass stille Beteiligungen, Darlehen mit Verlustteilnahmeklausel und Darlehen unter einem qualifizierten Nachrang keine Gelddarlehen sind. <p>Bitte beachten Sie, dass die weiteren Kommentare auch auf der Grundlage erfolgen, dass der Begriff der Gelddarlehen auch Gesellschafterfremdfinanzierungen nicht wie vorgeschlagen aufgenommen wird.</p>
2.b)	§ 1 Absatz 6	Die Ergänzung des § 1 Absatz 6 wird ausdrücklich begrüßt. Sie löst ein intensiv diskutiertes Problem, das ausschließlich in Deutschland besteht. Ist im Erbfall ein Erbe kein professioneller oder semiprofessioneller Anleger hat er nach Auffassung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht aus dem Fonds auszuschneiden. Die dann fällige Abfindung bemisst sich in der Regel

Nr.	Vorschrift	Anmerkung
		<p>nach dem Verkehrswert des Anteils des ausscheidenden Anlegers. Zu einem solchen Zwangsausscheiden kann es insbesondere kommen, wenn auf Grund eines Erbganges die Schwellenwerte für semiprofessionelle Investoren nicht mehr erreicht werden. Beispiel: Ein semiprofessioneller Investor investiert 200 000 Euro. Er verstirbt und hat zwei Erben zu gleichen Teilen. Beide Erben sind unter dem gesetzlichen Schwellenwert für semiprofessionelle Anleger. Beide Erben müssen daher ausscheiden. Diese Interpretation des Gesetzes durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht führt bisher insbesondere bei Venture Capital-Fonds zu erheblichen Problemen. Diese Fonds sind für ihren mittelfristigen Finanzierungsbeitrag besonders auf eine stabile Investorenbasis angewiesen. Viele dieser Fonds verfügen über natürliche Personen als semiprofessionelle Anleger, so dass hier ein erhöhtes Risiko des Verlustes der Investorenbasis besteht. Die Änderung löst dieses Problem.</p>
Neu	§ 1 Abs. 19 Nr. 33	<p>§ 1 Abs. 19 Nr. 33 KAGB wird wie folgt gefasst:</p> <p>33. Semiprofessioneller Anleger ist</p> <ul style="list-style-type: none"> a) jeder Anleger, <ul style="list-style-type: none"> aa) der sich verpflichtet, mindestens 100 000 Euro zu investieren, und bb) der schriftlich in einem vom Vertrag über die Investitionsverpflichtung getrennten Dokument angibt, dass er sich der Risiken im Zusammenhang mit der beabsichtigten Verpflichtung oder Investition bewusst ist, b) ein in § 37 Absatz 1 genannter Geschäftsleiter oder Mitarbeiter der AIF-Verwaltungsgesellschaft, sofern er in von der AIF-Verwaltungsgesellschaft verwaltete AIF investiert, oder ein Mitglied der Geschäftsführung oder des Vorstands einer extern verwalteten Investmentgesellschaft, sofern es in die extern verwaltete Investmentgesellschaft investiert, c) jeder Anleger, der sich verpflichtet, mindestens 10 Millionen Euro in ein Investmentvermögen zu investieren. <p>Das Kapitalanlagegesetzbuch und die Verordnung (EU) Nr. 345/2013 („EuVECA-VO“) verwenden unterschiedliche Anlegerdefinitionen. Insbesondere die konzeptionell ähnlichen semiprofessionellen Anlegerbegriffe des KAGB und der EuVECA weichen erheblich voneinander ab. So sehen beide gesetzliche Regelungen unterschiedliche Schwellenwerte (KAGB: 200 000 Euro, EuVECA-VO: 100 000 Euro) und unterschiedliche weitere Qualifizierungsvoraussetzungen vor.</p> <p>Die unterschiedlichen Regelungen führen zu erheblichen Mehraufwand. Auch erschweren sie einen Wechsel zwischen beiden Regimen. Beides kann Auswirkungen auf die Attraktivität des Fondsstandorts Deutschland haben, denn die Definition des KAGB ist</p>

Nr.	Vorschrift	Anmerkung
		<p>eine rein nationale Regelung.</p> <p>Mit den vorgeschlagenen Änderungen werden die Anlegerbegriffe des KAGB und der EuVECA-VO einander angeglichen. Dies ermöglicht die flexible Nutzung des KAGB und der EuVECA-VO. Die Wettbewerbsfähigkeit des Fondsstandorts Deutschland wird dadurch gestärkt.</p>
3.a.aa)	§ 2 Absatz 4	<p>Wir regen an, von diesen weitgehenden Änderungen abzusehen. Jedenfalls sollte dies im Hinblick auf Gesellschafterdarlehen erfolgen.</p> <p>In Satz 1 in dem Satzteil vor Nummer 1 werden die Wörter „§§ 1 bis 17, 42 und 44 Absatz 1, 4 bis 7“ durch die Wörter „§§ 1 bis 17, 20 Absatz 10, §§ 42, 44 Absatz 1, 4 bis 7 und im Hinblick auf eine Vergabe von Gelddarlehen für Rechnung eines AIF die §§ 20 Absatz 9, § 26 Absatz 1, und 2 und 7, § 27 Absatz 1, 2 und 5, § 29 Absatz 1, 2, 5, 5a und 6, § 30 Absatz 4, 4a und 5, § 34 Absatz 6 und § 285 Absatz 2 und 3“ ersetzt. <u>Es wird folgender neuer Satz 2 angefügt: „Satz 1 ist nicht anzuwenden, wenn die Darlehensvergabe zulässig ist nach § 3 Absatz 2 in Verbindung mit § 4 Absatz 7 des Gesetzes über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften, § 240 oder § 285 Absatz 3.“</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Der bisherige Entwurf führt zu einer erheblichen Ausdehnung der Handlungspflichten für sog. kleine AIFM. Dies widerspricht der Intention des Richtliniengesetzgebers und auch des deutschen Gesetzgebers, der mit § 2 Absatz 4 eine risikoadäquate Regulierung vorsieht. Ziel der Bundesregierung ist eine 1:1 Umsetzung von EU-Richtlinien. Mit dieser Änderung würde diese Zielsetzung nicht eingehalten werden, denn die AIFM-Richtlinie beinhaltet derartige Verpflichtungen für sog. kleine AIFM nicht. Auch ist in den anderen Mitgliedsstaaten ein Pflichtenkreis wie hier vorgesehen nicht üblich, so dass eine erhebliche Schlechterstellung deutscher AIFM die Folge wäre. Die Anforderungen gehen auch weit über die Anforderungen nach der EuVECA hinaus. • Eine solche Ausdehnung ist zumindest im Hinblick auf Gesellschafterdarlehen auch nicht zu rechtfertigen, da es sich hierbei nicht um eine risikoreichere Tätigkeit gegenüber der Anlage in Eigenkapital handelt. Wir regen daher an, entweder gänzlich auf diese Ergänzung von § 2 Absatz 4 zu verzichten oder zumindest die in § 29 Absatz 5a Satz 2 (neu) vorgeschlagene Ergänzung auch hier einzufügen. Nur auf diese Weise kann eine übermäßige Belastung von kleinen AIFM bei der Vergabe von Gesellschafterdarlehen vermieden werden. Der Verweis auf § 26 Absatz 7 geht jedenfalls fehl, da im Rahmen von § 2 Absatz 4 keine Verwahrstelle zu bestellen ist. Der Verweis auf § 285 Absatz 2 und 3 ist wegen § 20 Absatz 9 nicht erforderlich. • Der Verweis auf § 34 Absatz 6 und damit § 14 KWG ist unseres Erachtens keinesfalls gerechtfertigt, jedenfalls nicht im Hinblick auf Gesellschafterdarlehen. Dies führt zu einer Überregulierung von sog. kleinen AIFM, welche deutliche Erleichterungen im Vergleich zu erlaubnispflichtigen AIFM genießen sollen.

Nr.	Vorschrift	Anmerkung
		<ul style="list-style-type: none"> Abschließend sei darauf hingewiesen, dass diese Regelung nicht zu einer Verbesserung, sondern eine Verschlechterung der rechtlichen Rahmenbedingungen für Wagniskapital darstellt. Dadurch wird Deutschland nicht international wettbewerbsfähiger und der Fondstandort nicht attraktiver, da sich in anderen EU-Mitgliedsstaaten nicht entsprechende Regelungen finden. Diese Regelung widerspricht damit dem Koalitionsvertrag (siehe Seite 17 des Koalitionsvertrages).
3.d).aa)	§ 2 Absatz 5	<p>Die Änderung sollte nicht durchgeführt werden. § 2 Abs. 5 KAGB dient der Wahrung des Prinzips der Proportionalität (siehe Gesetzesbegründung BR-Drucksache 791/12, S. S. 372). Dieser Grundsatz der Proportionalität drückt sich insbesondere in der bisher enthaltenen Einschränkung zu §§ 26 bis 28 KAGB aus. Mit der Streichung würde ein zentrales Element der Vorschrift aufgehoben werden und das ursprüngliche gesetzgeberische Ziel nicht mehr erreicht werden. Anders als in der Begründung zu der vorgeschlagenen Änderung dargestellt ergibt sich dies nicht aus der Verordnung (EU) Nr. 231/2013. Ein Anlass für eine so grundsätzliche Gesetzesverschärfung ist nicht ersichtlich.</p>
3.d).bb)	§ 2 Absatz 5	<ul style="list-style-type: none"> AIFM im Sinne von § 2 Absatz 5 KAGB können auch Unternehmensbeteiligungsgesellschaften sein, Die nach derzeitiger Rechtslage zur Vergabe von Darlehen im Rahmen des UBGG berechtigt sind. Es sollte klargestellt werden, dass im Rahmen von § 3 Abs. 2, § 4 Abs. 7 UBGG die Gewährung von Darlehen weiterhin möglich ist. Dies könnte durch einen Verweis auf § 20 Abs. 9 S. 1 KAGB erreicht werden: <u>„AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften im Sinne des Satzes 1 dürfen im Rahmen von § 20 Absatz 9 Satz 1 keine Gelddarlehen vergeben. § 20 Absatz 9 Satz 2 und Absatz 10 gilt entsprechend.</u> Wir regen wie schon in früheren Stellungnahmen an, § 261 Abs. 1 Nr. 4 KAGB wie folgt zu ändern: <u>Beteiligungen an Unternehmen, die nicht zum Handel an einer Börse zugelassen oder in einen organisierten Markt einbezogen sind sowie Vermögensgegenstände im Sinne von § 1a Absatz 3 und § 3 Absatz 2 des Gesetzes über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften.</u> <p>§ 261 Absatz 1 Nummer 4 KAGB begrenzt derzeit für Publikums-AIF erheblich die zulässigen Anlagegegenstände auf Beteiligungen. Venture Capital-Fonds investieren aber z. B. in bestimmten Situationen (z. B. zur Rettung eines Unternehmens vor der Insolvenz auf Grund Illiquidität) mittels Fremdkapital (sog. Bridge Finanzierungen). Im Vergleich zu anderen Fondsstandorten ergibt sich daraus ein erheblicher Nachteil für in Deutschland ansässige Fonds, der durch die vorgeschlagene Änderung beseitigt wird.</p>
Neu	§ 15 Absatz 1	§ 15 Absatz 1 wird wie folgt ergänzt:

Nr.	Vorschrift	Anmerkung
		<p>Wird die kollektive Vermögensverwaltung ohne die erforderliche Registrierung nach § 44 oder ohne die erforderliche Erlaubnis nach §§ 20, 21 oder 22 oder nach Artikel 6 der Richtlinie 2009/65/EG oder der Richtlinie 2011/61/EU betrieben oder werden neben der kollektiven Vermögensverwaltung die in § 20 Absatz 2 oder 3 aufgeführten Dienstleistungen oder Nebendienstleistungen ohne die Erlaubnis nach §§ 20, 21 oder 22 oder nach Artikel 6 der Richtlinie 2009/65/EG erbracht (unerlaubtes Investmentgeschäft), kann die Bundesanstalt hiergegen einschreiten. <u>AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften, die die Bedingungen nach § 2 Absatz 4, § 44 erfüllen, dürfen allen Tätigkeiten nachgehen, die nicht nach anderen Gesetzen einer Erlaubnis bedürfen.</u></p> <p>Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht vertritt derzeit die Auffassung, dass auf Grund von § 15 Absatz 1 nach § 2 Absatz 4 registrierten Kapitalverwaltungsgesellschaften alle sonstigen Tätigkeiten verboten sind. Die Rechtmäßigkeit dieser Gesetzesauslegung ist umstritten. Dies führt zu einer Überregulierung der registrierten Kapitalverwaltungsgesellschaften, die insbesondere nicht auf Grundlage der AIFM-Richtlinie rechtfertigbar ist. In anderen Mitgliedsstaaten erfolgt ebenso nicht eine so restriktive Handhabung der erlaubten Tätigkeiten. Wir regen daher eine entsprechende klarstellende Ergänzung der Vorschrift an.</p>
10	§ 18 Absatz 3 Satz 2	Wir regen an, von Satz 4 solange abzusehen, solange nicht eine entsprechende europarechtliche Regelung für AIFMs erfolgt.
11.	§ 20 Absatz 9	<p>(9) AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften dürfen im Rahmen der kollektiven Vermögensverwaltung ein Gelddarlehen dürfen nur gewährt werden, wenn dies aufgrund der Verordnung (EU) Nr. 345/2013, der Verordnung (EU) Nr. 346/2013, der Verordnung (EU) Nr. 760/2015 des europäischen Parlaments und des Rates vom 29. April 2015 über europäische langfristige Investmentfonds (ABL 123 vom 19.05.2015, S. 98), § 3 Absatz 2 in Verbindung mit § 4 Absatz 7 des Gesetzes über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften, § 240 oder § 285 Absatz 2 oder Absatz 3 erlaubt ist. Die Gewährung eines Gelddarlehens im Sinne des Satzes 1 liegt nicht vor bei einer der Darlehensgewährung nachfolgenden Änderung der Darlehensbedingungen.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Die Formulierung deutet darauf hin, dass hier das bei Sondervermögen zutreffende Verständnis zugrunde gelegt wird. Wir weisen darauf hin, dass je nach Rechtsform des AIF auch der AIF zivilrechtlich das Darlehen vergeben kann und regen daher die Klarstellung der Formulierung an. • Zu den generellen Anmerkungen siehe oben.
12.	§ 26 Absatz 7	Wir regen an, von Satz 2 solange abzusehen, solange nicht eine entsprechende europarechtliche Regelung für AIFMs erfolgt.

Nr.	Vorschrift	Anmerkung
13.	§ 28 Absatz 1	Wir regen an, wie in anderen Vorschriften des KAGB auch auf die offiziellen Zitate der Verordnung (EU) Nr. 345/2013, der Verordnung (EU) Nr. 346/2013, der Verordnung (EU) Nr. 760/2015 des europäischen Parlaments und des Rates vom 29. April 2015 über europäische langfristige Investmentfonds zu verweisen.
Neu	§ 26	Siehe Anmerkung zu Nr. 3.a.aa). Wir regen an, die in § 29 Absatz 5a Satz 2 (neu) vorgeschlagene Ergänzung (wie von uns angepasst) auch hier einzufügen.
Neu	§ 27	Siehe Anmerkung zu Nr. 3.a.aa). Wir regen an, die in § 29 Absatz 5a Satz 2 (neu) vorgeschlagene Ergänzung (wie von uns angepasst) auch hier einzufügen.
14.	§ 29 Absatz 5a	<p>Wir begrüßen, dass mit Satz 2 eine Differenzierung zwischen schlichten Darlehen und Gesellschafterdarlehen vorgenommen wird. Wir regen aber eine weitergehende Anwendung dieser Differenzierung auch im Hinblick auf § 2 Absatz 4, § 29 Absatz 1 und 2 an (siehe oben).</p> <p>Satz 2 sollte wie folgt gefasst werden:</p> <p>„Satz 1 ist nicht anzuwenden, wenn die Darlehensvergabe zulässig ist nach § 3 Absatz 2 in Verbindung mit § 4 Absatz 7 des Gesetzes über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften, § 240 oder § 285 Absatz 3 <u>oder wenn der geschlossene AIF keine Kredite aufnimmt.</u>“</p>
15.a)	§ 30	<p>Absatz 4a sollte wie folgt gefasst werden:</p> <p>„(4a) AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften, die für Rechnung des AIF<u>Soweit</u> Gelddarlehen gewährt oder in unverbriefte Darlehensforderungen investiert wird, haben <u>AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften</u> darüber hinaus ein diesen Geschäften und deren Umfang angemessenes Liquiditätsmanagement sicherzustellen. Satz 1 ist nicht anzuwenden, wenn die Darlehensvergabe zulässig ist nach § 3 Absatz 2 in Verbindung mit § 4 Absatz 7 des Gesetzes über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften, § 240 oder § 285 Absatz 3 <u>oder wenn der geschlossene AIF keine Kredite aufnimmt.</u>“</p> <p>Wir begrüßen, dass mit Satz 2 eine Differenzierung zwischen schlichten Darlehen und Gesellschafterdarlehen vorgenommen wird. Wir regen aber eine weitergehende Anwendung dieser Differenzierung auch im Hinblick auf § 2 Absatz 4, § 29 Absatz 1 und 2 an (siehe oben). Ein Liquiditätsmanagement ist insbesondere bei einem geschlossenen AIF, der ausschließlich über Einlagen der Anleger finanziert ist, nicht erforderlich, da keine Fristenkongruenzthematiken auftreten können.</p>

Nr.	Vorschrift	Anmerkung
16.	§ 34 Absatz 6	<p>„(6) Für AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften, die für Rechnung eines AIF Gelddarlehen gewähren, gilt § 14 des Kreditwesengesetzes entsprechend. <u>Satz 1 ist nicht anzuwenden, wenn die Darlehensvergabe zulässig ist nach § 3 Absatz 2 in Verbindung mit § 4 Absatz 7 des Gesetzes über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften, § 240 oder § 285 Absatz 3 oder wenn der geschlossene AIF keine Kredite aufnimmt.</u>“</p> <p>Die Regelung sollte um eine Ausnahme im Falle von Gesellschafterdarlehen ergänzt werden, da bei diesen eine Meldepflicht nach § 14 KWG nicht geboten erscheint. Gleiches gilt, wenn ein geschlossener AIF keine Kredite aufnimmt, denn der geschlossene AIF ist ausschließlich durch Eigenkapital finanziert. § 14 KWG ist für Banken geschaffen worden. Es erscheint nicht angebracht, Gesellschaftern einer Gesellschaft, die diese mit Fremdkapital finanzieren, gleiche Berichtspflichten aufzuerlegen.</p>
17.	§ 35	Die Verordnung (EU) Nr. 231/2013 legt abschließend und verbindlich die entsprechenden Anforderungen fest. Abweichende Regelungen (z. B. hinsichtlich des Turnus) sind daher nicht möglich, da es sich bei der Verordnung um unmittelbar geltendes Recht handelt. Wir regen daher an, den Wortlaut der Vorschrift entsprechend zu fassen.
21.b)	§ 44 Absatz 5 Satz 4	Wir gehen davon aus, dass zum Beispiel Fund Raising Aktivitäten ein Gebrauch machen im Sinne der Vorschrift darstellen und regen an, dies in der Begründung klarzustellen.
21.c)	§ 44 Absatz 9	Die Verordnung (EU) Nr. 231/2013 legt abschließend und verbindlich die entsprechenden Anforderungen fest. Abweichende Regelungen (z. B. hinsichtlich des Turnus) sind daher nicht möglich, da es sich bei der Verordnung um unmittelbar geltendes Recht handelt. Wir regen daher an, den Wortlaut der Vorschrift entsprechend zu fassen.
61.	§ 261 Absatz 4	<p>In § 261 Absatz 4 werden die Wörter „Wertes dieses AIF“ durch die Wörter „aggregierten eingebrachten Kapitals und noch nicht eingeforderten zugesagten Kapitals dieses AIF, berechnet auf der Grundlage der Beträge, die nach Abzug sämtlicher direkt oder indirekt von den Anlegern getragenen Gebühren, Kosten und Aufwendungen für Anlagen zur Verfügung stehen,“ ersetzt.</p> <p>Es ist anzumerken, dass die Einbeziehungen von Aufwendungen die Berechnung des Schwellenwertes erheblich kompliziert und eine genaue Berechnung des Schwellenwertes nahezu unmöglich macht, da die Aufwendungen des Fonds über seine gesamte Laufzeit nicht mit absoluter Sicherheit vorhersehbar sind (z. B. können z. B. inflationsbedingte Preissteigerungen bei Dienstleistungen während der Laufzeit des AIF auftreten). Zwar findet sich eine entsprechende Regelung z. B. in der Verordnung (EU) Nr. 760/2015, aber auch diese begegnet aus Sicht der Praxis Bedenken.</p>
62.a	§ 262 Absatz 1	In Absatz 1 Satz 1 Nummer 1 werden die Wörter „Wert des gesamten AIF“ durch die Wörter „aggregierten eingebrachten

Nr.	Vorschrift	Anmerkung
	Satz 1 Nummer 1	<p>Kapital und noch nicht eingeforderten zugesagten Kapital des AIF, berechnet auf der Grundlage der Beträge, die nach Abzug sämtlicher direkt oder indirekt von den Anlegern getragenen Gebühren, Kosten und Aufwendungen für Anlagen zur Verfügung stehen, ersetzt.</p> <p>Es ist anzumerken, dass die Einbeziehungen von Aufwendungen die Berechnung des Schwellenwertes erheblich kompliziert und eine genaue Berechnung des Schwellenwertes nahezu unmöglich macht, da die Aufwendungen des Fonds über seine gesamte Laufzeit nicht mit absoluter Sicherheit vorhersehbar sind (z. B. können z. B. inflationsbedingte Preissteigerungen bei Dienstleistungen während der Laufzeit des AIF auftreten). Zwar findet sich eine entsprechende Regelung z. B. in der Verordnung (EU) Nr. 760/2015, aber auch diese begegnet aus Sicht der Praxis Bedenken.</p>
63.	§ 263 Absatz 1 Satz 1 und Absatz 4	<p>In § 263 Absatz 1 Satz 1 und Absatz 4 werden die Wörter „60 Prozent des Verkehrswertes der im geschlossenen Publikums-AIF befindlichen Vermögensgegenstände“ jeweils durch die Wörter „150 Prozent des aggregierten eingebrachten Kapitals und noch nicht eingeforderten zugesagten Kapitals des geschlossenen Publikums-AIF, berechnet auf der Grundlage der Beträge, die nach Abzug sämtlicher direkt oder indirekt von den Anlegern getragenen Gebühren, Kosten und Aufwendungen für Anlagen zur Verfügung stehen“ ersetzt.</p> <p>Es ist anzumerken, dass die Einbeziehungen von Aufwendungen die Berechnung des Schwellenwertes erheblich kompliziert und eine genaue Berechnung des Schwellenwertes nahezu unmöglich macht, da die Aufwendungen des Fonds über seine gesamte Laufzeit nicht mit absoluter Sicherheit vorhersehbar sind (z. B. können z. B. inflationsbedingte Preissteigerungen bei Dienstleistungen während der Laufzeit des AIF auftreten). Zwar findet sich eine entsprechende Regelung z. B. in der Verordnung (EU) Nr. 760/2015, aber auch diese begegnet aus Sicht der Praxis Bedenken.</p>
68.	§ 285 Absatz 2 Nummer 1 und Nummer 4	<p>„(2) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft darf für Rechnung eines geschlossenen Spezial-AIF dürfen Gelddarlehen nur unter den folgenden Bedingungen gewähren:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li data-bbox="600 1145 2094 1358">1. für den geschlossenen Spezial-AIF werden Kredite nur bis zur Höhe von 30 Prozent des aggregierten eingebrachten Kapitals und noch nicht eingeforderten zugesagten Kapitals aufgenommen, berechnet auf der Grundlage der Beträge, die nach Abzug sämtlicher direkt oder indirekt von den Anlegern getragenen Gebühren, Kosten und Aufwendungen für Anlagen zur Verfügung stehen; die von Gesellschaften, an denen der geschlossenen Spezial-AIF beteiligt ist, aufgenommenen Kredite sind bei der Berechnung der in Satz 1 genannten Grenze entsprechend der Beteiligungshöhe des geschlossenen Spezial-AIF zu berücksichtigen; <li data-bbox="600 1390 2094 1414">2. die Entgegennahme von Einlagen oder anderen rückzahlbaren Geldern des Publikums ist unzulässig;

Nr.	Vorschrift	Anmerkung
		<p>3. das Gelddarlehen wird nicht an Verbraucher im Sinne des § 13 des Bürgerlichen Gesetzbuchs vergeben;</p> <p>4. an einen Darlehensnehmer werden Gelddarlehen nur bis zur Höhe von insgesamt 20 Prozent des aggregierten eingebrachten Kapitals und noch nicht eingeforderten zugesagten Kapitals des geschlossenen Spezial-AIF vergeben, berechnet auf der Grundlage der Beträge, die nach Abzug sämtlicher direkt oder indirekt von den Anlegern getragenen Gebühren, Kosten und Aufwendungen für Anlagen zur Verfügung stehen.“</p> <ul style="list-style-type: none"> Wir erachten die in Nummer 1 und Nummer 4 vorgeschlagenen Schwellenwerte nicht für zielführend. Diese Schwellenwerte ergeben sich nicht aus der AIFM-Richtlinie. Mit diesen Vorschriften wird das Ziel der Bundesregierung einer 1:1 Umsetzung von EU-Richtlinien nicht eingehalten. In anderen Mitgliedsstaaten gibt es solche Begrenzungen nicht. Es ist nicht Belegbar, warum diese geboten sind. Die Vermeidung von Fristentransformationsproblemen erfordert keine Begrenzung der Fremdfinanzierung bzw. der Darlehen der Höhe nach, denn die Fonds sind durch Eigenkapital finanziert und erlauben keine Rückgabemöglichkeit (geschlossener Spezial-AIF). Da es sich bei den Fonds um geschlossene Fonds handelt, ist die Gefahr einen Bank Runs schon strukturell ausgeschlossen. Wir sehen in § 285 Absatz 2 Nr. 1 auch einen Widerspruch zu Artikel 6 Absatz 3 Satz 2 der Verordnung (EU) Nr. 231/2013.
68.	<p>§ 285 Absatz 3</p> <p>Nummer 1</p>	<p>Wir regen an § 285 Absatz 3 KAGB ersatzlos zu streichen.</p> <ul style="list-style-type: none"> Wir können nicht nachvollziehen, warum ein 1:1 Verhältnis erforderlich ist. Den Spezial-AIF muss Finanzierungsfreiheit wie jedem anderen Gesellschafter gewährt werden. Eigenkapitalbeteiligungen und Gesellschafterdarlehen weisen nahezu gleiche identische Risikoprofile aus Sicht des Fonds und seiner Investoren auf. Auch ist nicht erkennbar, welche Finanzmarktrisiken durch Gesellschafterdarlehen entstehen sollten. Eine Rechtfertigung für diese Begrenzung ist daher nicht erkennbar. Kein anderer Mitgliedsstaat sieht eine solche debt:equity Ratio für Gesellschafterdarlehen aufsichtsrechtlich vor. Der deutsche Spezial-AIF würde dadurch unattraktiv werden. Auch würde die Regelung zu einer unterschiedlichen Behandlung von AIF und anderen Gesellschaftern führen. So können z. B. Finanzierungen durch AIF nicht möglich sein, da sie nicht in gleicher Quote wie andere Gesellschafter eines Unternehmens finanzieren können. Dies kann zur Verschärfung der Finanzierungssituation für Unternehmen insbesondere im Mittelstand führen. Der Koalitionsvertrag fordert (siehe Seite 16): „Hemmnisse bei der Mittelstandsfinanzierung werden wir abbauen und dafür sorgen, dass keine neuen entstehen.“ Hiermit wird eindeutig ein Hemmnis für die Mittelstandsfinanzierung erwogen. Dies ist sehr bedauerlich, da eine Begründung für diese ratio nicht ersichtlich ist. Abschließend sei darauf hingewiesen, dass diese Regelung nicht zu einer Verbesserung, sondern eine Verschlechterung der

Nr.	Vorschrift	Anmerkung
	<p>Nummer 2</p>	<p>rechtlichen Rahmenbedingungen für Wagniskapital darstellt. Dadurch wird Deutschland nicht international wettbewerbsfähiger und der Fondstandort nicht attraktiver, da sich in anderen EU-Mitgliedsstaaten nicht entsprechende Regelungen finden. Diese Regelung widerspricht damit dem Koalitionsvertrag (siehe Seite 17 des Koalitionsvertrages).</p> <p>Gleiches gilt für die 30% Grenze nach Nummer 2. Die 30% Grenze wurde vom europäischen Ordnungsgeber vorgesehen, ohne dies näher zu begründen. Insbesondere wird sie nicht mit besonderen Risiken der Vergabe von Gesellschafterdarlehen begründet. Eine generelle Übertragung dieser Grenze auf geschlossene Spezial-AIF erscheint daher nicht gerechtfertigt. Diese würde die nach Nummer 1 vorgesehene debt:equity Ratio sogar effektiv weiter einschränken, da bei einer einheitlichen Anwendung der 30% Grenze auf alle Investments keine 1:1-Finanzierungsstruktur möglich ist. Diese Regelung würde ebenso ein Hemmnis für die Mittelstandsfinanzierung darstellen. Auch führt diese Regelung zu einer Verschlechterung der rechtlichen Rahmenbedingungen für Wagniskapital, da damit Spezial-AIF in ihrer Investitionstätigkeit erheblich eingeschränkt werden. Dies ist sehr bedauerlich, da eine Begründung auch für die 30%-Grenze nicht ersichtlich ist.</p> <p>Sollte entgegen unserer Empfehlung eine ersatzlose Streichung nicht in Betracht kommen regen wir folgende Änderungen in § 285 Absatz 3 KAGB an:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Wir regen an, dass Verhältnis zum UBGG klarzustellen, da § 4 Absatz 7 UBGG eine andere Quote vorsieht. • Aus technischer Sicht ist es möglich, dass das Darlehen vor der Eigenkapitalbeteiligung gewährt wird (z. B. weil sich die Kapitalerhöhung aus rechtlichen Gründen verzögert). • Aus technischer Sicht ist anzumerken, dass die Einbeziehungen von Aufwendungen die Berechnung der 30% Grenze erheblich kompliziert und eine genaue Berechnung des Schwellenwertes nahezu unmöglich macht, da die Aufwendungen des Fonds über seine gesamte Laufzeit nicht mit absoluter Sicherheit vorhersehbar sind (z. B. können z. B. inflationsbedingte Preissteigerungen bei Dienstleistungen während der Laufzeit des AIF auftreten). Zwar findet sich eine entsprechende Regelung z. B. in der Verordnung (EU) Nr. 760/2015, aber auch diese begegnet aus Sicht der Praxis Bedenken. <p>„(3) Absatz 2 Nummer 1 und 4 gilt nicht, wenn die Darlehensvergabe an ein Unternehmen erfolgt, an dem der geschlossene Spezial-AIF bereits beteiligt ist <u>oder an dem sich der Spezial-AIF zu beteiligen beabsichtigt</u>, sofern</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. die dem Unternehmen gewährten Darlehen die Anschaffungskosten der an dem Unternehmen gehaltenen Beteiligungen nicht überschreiten und 2. höchstens 30 Prozent des aggregierten eingebrachten Kapitals und noch nicht eingeforderten zugesagten Kapitals des

Nr.	Vorschrift	Anmerkung
		<p>geschlossenen Spezial-AIF für diese Darlehen verwendet werden, berechnet auf der Grundlage der Beträge, die nach Abzug sämtlicher direkt oder indirekt von den Anlegern getragenen Gebühren, Kosten und Aufwendungen für Anlagen zur Verfügung stehen.</p> <p><u>(4) Absatz 2 und 3 sind nicht anzuwenden, wenn die Darlehensvergabe nach § 3 Absatz 2 in Verbindung mit § 4 Absatz 7 des Gesetzes über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften zulässig ist.“</u></p>
Neu	§ 295 Absatz 2 Nummer 1	<p>§ 295 Absatz 2 soll wie folgt ergänzt werden:</p> <p>“(2) Der Vertrieb von Anteilen oder Aktien an inländischen Spezial-AIF, EU-AIF und ausländischen AIF an professionelle Anleger ist im Inland nur zulässig</p> <p>1. bis zu dem in dem auf Grundlage des Artikels 66 Absatz 3 in Verbindung mit Artikel 67 Absatz 6 der Richtlinie 2011/61/EU erlassenen delegierten Rechtsakt der Europäischen Kommission genannten Zeitpunkt nach den Voraussetzungen der §§ 321, 323, 329, 330 oder 330a;</p> <p>2. ab dem Zeitpunkt, auf den in Nummer 1 verwiesen wird, nach den Voraussetzungen der §§ 321 bis 328 oder § 330a, vorbehaltlich, dass auf den betreffende Drittstaat nach dem erlassenen delegierten Rechtsakt der Europäischen Kommission diese Vorschriften anwendbar sind; ist dies nicht der Fall, erfolgt der Vertrieb auch nach dem in dem auf Grundlage des Artikels 66 Absatz 3 in Verbindung mit Artikel 67 Absatz 6 der Richtlinie 2011/61/EU erlassenen delegierten Rechtsakt der Europäischen Kommission genannten Zeitpunkt nach den Voraussetzungen der §§ 321, 323, 329, 330 oder 330a .</p> <p>Wir gehen davon aus, dass der Drittlandspass nicht für alle Drittstaaten Anwendung finden wird. In diesem Fall würde nach der jetzigen gesetzlichen Regelung ein Vertreib von AIF aus diesen Staaten nicht mehr möglich sein. Dies erscheint nicht gerechtfertigt und kann zu erheblichen Störungen des Finanzmarktes führen. Wir regen daher an, § 295 Absatz 2 dahin gehend zu flexibilisieren, dass dann die bisher geltenden Regelungen fortgelten.</p>
82.b)	§ 340 Absatz 2	<ul style="list-style-type: none"> Wir erachten die Ausweitung der Ordnungswidrigkeitentatbestände mit Blick auf die Grundsätze der Normenbestimmtheit und der Normenklarheit für äußerst problematisch. Für viele der Tatbestände bestehen keine klaren Regelungen bzw. keine hinreichende Verwaltungspraxis, so dass allein auf Grund der bestehenden und weiterhin zu erwartenden Unklarheiten die Annahme von Ordnungswidrigkeiten sehr wahrscheinlich werden wird. In diesem Zusammenhang ist auch als problematisch anzusehen, dass teils schon die verspätete Vornahme einer Handlung bußgeldbewehrt sein soll. Gleichzeitig führt die Absenkung des Verschuldensmaßstabes auf bloße Fahrlässigkeit zu einer erhöhten Wahrscheinlichkeit der

Nr.	Vorschrift	Anmerkung
		<p>Annahme einer Ordnungswidrigkeit.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Diese erhebliche Ausweitung der Ordnungswidrigkeitentatbestände ist auch unter Berücksichtigung des Interesses an einen ordentlichen Vollzug des KAGB nicht gerechtfertigt.
Neu	§ 351b	<p style="text-align: center;">„§ 351b Übergangsvorschrift zu § 285 Absatz 2 und 3</p> <p>Auf geschlossene Spezial AIF, die vor dem 18. März 2016 aufgelegt wurden, sind § 285 Absatz 2 und Absatz 3 nicht anzuwenden.“</p> <p>Es wird ausdrücklich begrüßt, dass mit § 351a eine Übergangsvorschrift vorgesehen ist. Wir weisen darauf hin, dass bei einem Festhalten an § 285 Absatz 2 und Absatz 3 es einer entsprechenden Übergangsregelung bedarf. Den geschlossenen Spezial-AIF ist nach derzeitiger Rechtslage eine Darlehensvergabe unbegrenzt gestattet. Auch wenn eine gesetzliche Regelung angekündigt war, sind die nun vorgeschlagenen Schwellenwerte in § 285 Absatz 2 und Absatz 3 nicht vorhersehbar gewesen. Auch sind diese Schwellenwerte nicht anderweitig ableitbar und daher für die Marktteilnehmer überraschend. Die in § 285 Absatz 2 und Absatz 3 vorgeschlagenen Schwellenwerte sind daher nicht berücksichtigt worden, zumal diese Schwellenwerte sich auch nicht sachlich rechtfertigen lassen (siehe oben).</p>
