

BVI¹-Stellungnahme zum Entwurf eines Rundschreibens 07/2026 (WA): Hinweise zu Änderungen im Kapitalanlagegesetzbuch durch das Fondsriskobegrenzungs-gesetz

Wir danken für die Gelegenheit zur Stellungnahme zum [Entwurf](#) eines Rundschreibens mit Hinweisen zu Änderungen im Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) durch das Fondsriskobegrenzungs-gesetz (FoRG). Der Entwurf behandelt für die Praxis besonders wichtige Umsetzungsfragen im Zusammenhang mit der neuen Pflicht, eine Mindestanzahl von Liquiditätsmanagementinstrumenten (LMTs) in offenen Fonds zu nutzen, Änderungen im Erlaubnisverfahren einer Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) sowie der Kreditvergabe. Dabei fußen die Hinweise auf vielen Fragen, die der BVI an die BaFin adressiert hat und die wir im seit 2024 durchgeführten Round Table zum FoRG vorab erörtert haben.

Wir begrüßen sehr, dass vor allem die im Zusammenhang mit den neuen LMT stehenden Fragen über ein BaFin-Rundschreiben verschriftlicht werden. Dies schafft Transparenz und außerdem die notwendige Flexibilität, auf mögliche Veränderungen in der Auslegungs- und Anwendungspraxis kurzfristig einzugehen. **Bedauerlicherweise kam der im Vorfeld bereits länger angekündigte Rundschreiben-entwurf nach Inkrafttreten des FoRG zu spät.** Denn KVGs mussten ihre diesbezüglichen Prozesse, Fondsdokumentationen und Erlaubnisse bereits zum 16. April 2026 erweitert bzw. angepasst haben. **Insbesondere ist nicht auszuschließen, dass KVGs ihre infolge des FoRG umgestellten Prozesse nun erneut an die Hinweise im Rundschreiben anpassen müssen.** Dies kann zu einer zusätzlichen Belastung bei einzelnen KVGs führen, die bei einer früheren Veröffentlichung aus unserer Sicht vermeidbar gewesen wäre.

Da die Konsultation aufgrund der verspäteten Veröffentlichung nun mit der ebenfalls praktisch bedeutsamen und sehr umfangreichen Konsultation eines [Entwurfs](#) zur Änderung des Rundschreibens über die Mindestanforderungen an den Risikomanagementprozess von KVGs (KAMaRisk) zeitlich zusammenfiel, bedanken wir uns für die gewährte Fristverlängerung. **Aus unserer Sicht wäre es sehr hilfreich, die Anmerkungen aus beiden Konsultationen sowie die praktischen Auswirkungen vor der finalen Veröffentlichung mit den Verbänden umfassend zu erörtern, etwa im Rahmen einer Fortsetzung des Round Table zum FoRG.** Gerade beim Thema Kreditvergabe, Erlaubniserweiterung und Auslagerung sind die beiden Konsultationen eng miteinander verbunden.

Unabhängig davon sehen wir hinsichtlich der praktischen Anwendbarkeit des Rundschreibens noch erhebliches Potenzial für inhaltliche Ergänzungen. Die im Entwurf enthaltenen Hinweise bieten grundsätzlich eine hilfreiche Orientierung für die Praxis, wenngleich wir in einigen Bereichen Verbesserungsbedarf sehen. Es wäre zudem wünschenswert, insbesondere jene Fragen im Zusammenhang mit dem besonderen Aufsichtsrecht von Spezialfondsanlegern aufzugreifen, die der BVI gegenüber der BaFin adressiert hat und zu denen im Rahmen des Round Table sowie zahlreicher Vorgespräche bereits ein gemeinsames Grundverständnis entwickelt werden konnte. Dies würde aus unserer Sicht wesentlich dazu beitragen, den Nutzen des Rundschreibens weiter zu erhöhen und damit eine verlässliche und umfassende Orientierungshilfe für die Praxis zu bieten.

¹ Der BVI vertritt die Interessen der deutschen Fondsbranche auf nationaler und internationaler Ebene. Er setzt sich gegenüber Politik und Regulatoren für eine sinnvolle Regulierung des Fondsgeschäfts und für faire Wettbewerbsbedingungen ein. Als Treuhänder handeln Fondsgesellschaften ausschließlich im Interesse des Anlegers und unterliegen strengen gesetzlichen Vorgaben. Fonds bringen das Kapitalangebot von Anlegern mit der Kapitalnachfrage von Staaten und Unternehmen zusammen und erfüllen so eine wichtige volkswirtschaftliche Funktion. Die 113 Mitgliedsunternehmen des BVI verwalten 4,9 Billionen Euro Anlagekapital für Privatanleger, Versicherer, Altersvorsorgeeinrichtungen, Banken, Kirchen und Stiftungen. Deutschland ist mit einem Anteil von 26 Prozent der größte Fondsmarkt in der EU.

I. Liquiditätsmanagementinstrumente

Abschnitt 1.1: Kombinationsmöglichkeit zweier LMTs vs. Verantwortung der KVG für die Auswahl der LMTs

Der erste Punkt verbindet zwei wesentliche Aspekte, nämlich

- (1) dass die KVG originär für die Auswahl und Aktivierung eines LMT verantwortlich ist und damit die alleinige Entscheidungsbefugnis hat und
- (2) ob eine KVG dem Anleger die Möglichkeit geben darf, aus einer Kombination von LMTs zu wählen und zu entscheiden, welches LMT konkret aktiviert werden soll.

Wir bitten, diese beide Fragen inhaltlich voneinander zu trennen und den Aspekt der Verantwortlichkeit der KVG als besonderen Grundsatz vor die Klammer zu ziehen. Gerade im Zusammenspiel mit der Abstimmung von Änderungen der Anlagebedingungen von Spezialfonds ist dies bedeutsam. Die Praxis zeigt, dass Anleger versuchen, Einfluss auf die Auswahlentscheidung und konkrete Ausgestaltung der LMTs zu nehmen, insbesondere weil sie besorgt sind, ihren eigenen aufsichtlichen Liquiditätsanforderungen nicht nachkommen zu können (s. unten).

Abschnitt 1.3: Informationspflichten gegenüber Anlegern

Wir teilen die Einschätzung, dass Anleger grundsätzlich über die Aktivierung und Deaktivierung von LMTs zu informieren sind, auch wenn dies gesetzlich nicht ausdrücklich vorgeschrieben ist. Ebenso halten wir die getroffene Unterscheidung in Bezug auf die Art und Weise der Kommunikation bei Publikums- und Spezialfonds für angemessen.

Wir begrüßen insoweit den pragmatischen Vorschlag, zwischen quantitativen LMTs und Anti-Dilution-Tools (ADTs) zu unterscheiden und bei den ADTs grundsätzlich von einer gesonderten Anlegerinformation infolge der vorgeschriebenen Preistransparenz abzusehen. Dennoch wirft diese pauschale Wertung weitere Fragen auf und dürfte aus Anlegerschutzgesichtspunkten nicht trivial sein. Wir bitten daher, folgendes klarzustellen und zu ergänzen:

- Soweit die BaFin eine Unterscheidung zwischen quantitativen LMTs und ADTs empfiehlt, bitten wir, hiervon die Veröffentlichungspflichten in Bezug auf die **Aussetzung** im Sinne von § 1 Abs. 19 Nr. 25 Buchst. a) KAGB auszunehmen bzw. separat zu erläutern. Denn hierfür sieht § 98 Abs. 2 S. 3 bis 5 KAGB besondere Regeln vor.
- Mit einer Veröffentlichung eines modifizierten Nettoinventarwerts (NAV) beim Swing Pricing und Dual Pricing (s. § 168 Abs. 1a und 1b KAGB) besteht keine Pflicht der KVG, darauf hinzuweisen, dass der veröffentlichte NAV modifiziert wurde. Dass der NAV modifiziert werden kann, ergibt sich bereits aus den Anlagebedingungen.

Anmerkung: In diesem Zusammenhang begrüßen wir sehr, dass die BaFin damit auch beim Swing Pricing als ADT keine gesonderte Informationspflicht gegenüber den Anlegern über die Aktivierung und Deaktivierung sieht. Allerdings sehen wir hierin einen gewissen Widerspruch zu der unabhängig vom Rundschreiben-Entwurf gegenüber dem BVI kommunizierten Erwartung, dass auch beim teilweisen Swing Pricing mit einer automatisierten NAV-Modifizierung bei Überschreiten eines Schwellenwertes die BaFin über die Aktivierung bzw. bei Unterschreiten des Schwellenwertes über



die Deaktivierung des Swing Pricings nach § 35 Abs. 4 Nr. 2 KAGB unverzüglich zu informieren sei. Aus unserer Sicht steht diese Meldepflicht im Widerspruch zu den Vorgaben des § 35 Abs. 4 Nr. 2 KAGB, weil die NAV-Modifizierung und der automatische Schwung bereits dem normalen Geschäftsverlauf nach den (hier: zwischen BaFin und BVI abgestimmten) Anlagebedingungen entsprechen. Da es sich um eine EU-einheitliche Meldepflicht handelt und wir aus anderen EU-Mitgliedstaaten hören, dass dort diese Meldepflicht nicht entsprechend ausgelegt wird, wären wir für eine entsprechende Klärung mit der ESMA und auch eine Klarstellung im Rundschreiben dankbar.

- Eine entsprechende Hinweispflicht der KVG besteht ebenfalls nicht bei Veröffentlichung des Ausgabe- und Rückgabepreises, soweit die KVG die Rückgabegebühr bei jeder Rückgabe bzw. die Verwässerungsschutzgebühr bei jeder Aus- und Rückgabe als Dauermaßnahme erhebt (s. § 170 KAGB), weil sich das Verfahren auch hier bereits aus den Anlagebedingungen ergibt.
- Entscheidet sich die KVG dafür, die Rückgabe- oder die Verwässerungsschutzgebühr nur bei Erreichen eines Schwellenwertes zu erheben, sehen wir allerdings einen Informationsbedarf bei den Anlegern. In diesen Fällen sollte dann ebenfalls bei der Art und Weise zwischen Publikumsfonds (z. B. auf der Internetseite) und Spezialfonds (individuelle Kommunikation) differenziert werden.
- Der Vollständigkeit halber wäre es auch hilfreich, einen Hinweis aufzunehmen, dass es sich empfiehlt, die Anleger in Publikumsfonds über die Aktivierung der Abspaltung illiquider Anlagen (Side Pockets) auf der Internetseite zu informieren.

Abschnitt 1.4: Aktivierung von LMTs bei ETFs

Wir bitten, die Ausführungen zur Aktivierung von LMTs bei ETFs um folgenden wesentliche Ausnahme zu ergänzen:

„Im Rahmen der regulären Handelsaktivitäten eines ETF ist die vollständige oder teilweise Lieferung der zugrunde liegenden Wertpapiere, die vom ETF oder in dessen Auftrag gehalten werden, an einen zugelassenen Teilnehmer oder Market-Maker zur Erfüllung von Rücknahmeaufträgen nicht als Aktivierung der Sachauskehr anzusehen (s. Art. 8(2) der Delegierten Verordnungen (EU) 2026/465 und 2026/466).“

Abschnitt 1.5: Meldepflicht nach § 35 Abs. 2 Nr. 2 KAGB

- a) Wir bitten um Klarstellung, dass die Meldepflicht nach § 35 Abs. 2 Nr. 2 KAGB erst im Rahmen des noch einzuführenden regelmäßigen Fondsreportings, frühestens ab dem 16. April 2027 gilt (s. Übergangsvorschrift in § 366 Abs. 2 S. 1 KAGB). Die ESMA hat außerdem in ihrem [Abschlussbericht](#) mit Empfehlungen zur Neugestaltung des integrierten Fondsreportings bereits jetzt in Aussicht gestellt, dass dieser Zeitplan nicht einzuhalten ist, und eine Umsetzung erst für 2029 avisiert.

Da diese Meldung voraussichtlich ohnehin künftig auf Basis von standardisierten Meldebögen erfolgen wird, stellt sich die hier adressierte Frage allenfalls für eine etwaige Übergangszeit, soweit der Gesetzgeber weiterhin an einer verpflichtenden Anwendung der Meldevorschrift ab dem 16. April 2027 festhalten sollte und die ESMA-Formblätter bis dahin noch nicht vorliegen.



b) Unabhängig davon bitten wir, den Text wie folgt anzupassen:

„Der in § 35 Abs. 2 Nr. 2 KAGB vorgesehenen Meldepflicht gegenüber der Bafin ~~kommt~~ kann die KVG bei Publikumsinvestmentvermögen bereits durch Einreichung der Anlagebedingungen und des Verkaufsprospektes nachkommen, bzw. im Falle von Spezialinvestmentvermögen beispielsweise durch Übersendung einer Zusammenfassung der ~~die~~ nach § 307 Absatz 1 Satz 2 Nr. 12 KAGB einzureichenden den Anlegern zur Verfügung zu stellenden Informationen in Bezug auf die LMTs. Einer gesonderten Meldung durch die KVG bedarf es nach Auffassung der Bafin insoweit nicht.

Begründung:

Nach unserem Verständnis besteht für Spezialfonds keine Pflicht, die Informationen nach § 307 KAGB bei der BaFin einzureichen. Da die hier beschriebene Vorgehensweise lediglich eine Erleichterung in Bezug auf eine neue Meldepflicht darstellen soll, sollte es im Ermessen der KVG liegen, ob sie von dieser Erleichterung Gebrauch macht. Bei Spezialfonds sollte daher beispielsweise lediglich die Übersendung eines Auszuges aus dem „307er-Dokument“ bezogen auf die neuen LMTs ausreichend sein.

Weiterer Ergänzungsbedarf: Besonderes Aufsichtsrecht von Spezialfondsanlegern

Wir haben bereits mehrfach angeregt, offiziell klarzustellen, dass die neuen Pflichten zur Einführung von LMTs mit den aufsichtsrechtlichen Vorgaben einzelner Anlegergruppen bei Spezialfonds vereinbar sind. Nach wie vor liegen noch nicht alle Zustimmungen von Spezialfondsanlegern zur Änderung der Anlagebedingungen vor, weil in dieser Frage noch große Verunsicherung besteht. Wir würden es daher sehr begrüßen, zumindest die nachfolgenden Aspekte ebenfalls in das Rundschreiben aufzunehmen:

a) „LCR-fähige“ Fonds

Wir bitten aufzunehmen, dass die Einführung der LMTs der sogenannten „LCR-Fähigkeit“ einer Anlage eines Kreditinstituts in einem Fonds nicht entgegensteht.

Begründung:

Wir hatten bereits sehr früh im Round Table die mündliche Auskunft erhalten, dass es nach Rücksprache mit der Bankenaufsicht unschädlich sei, bei LCR-fähigen Fonds die neuen Pflicht-LMTs einzuführen. Hintergrund ist Art. 7(2) Delegierte Verordnung (EU) 2015/61 (LCR-Verordnung), wonach die Investition eines Kreditinstituts für Zwecke seiner Liquiditätsanlagen keinerlei rechtlichen, vertraglichen, regulatorischen oder sonstigen Beschränkungen unterliegen darf, die es daran hindern, diesen Vermögenswert zu liquidieren, zu verkaufen, zu übertragen, abzutreten oder, ganz allgemein, diesen Vermögenswert durch direkten Verkauf oder ein Pensionsgeschäft innerhalb der nächsten 30 Kalendertage zu veräußern. Da sich die Nutzung der ADTs lediglich auf den Preis auswirkt, stellen sie insoweit keine Beschränkung dar. Auch die quantitativen LMTs stehen dem nicht entgegen, weil die Verlängerung der Rückgabefrist und auch der Zeitraum der Rücknahmebeschränkung so gestaltet werden können, dass die Maßnahme nicht länger als maximal 30 Tage dauert. Da das Kreditinstitut ein professioneller Anleger ist, wäre auch eine Sachauskehr jederzeit möglich.



b) Versicherungs-/Pensionsfonds-/kassenanleger

Wir bitten aufzunehmen, dass die Einführung der LMTs den Anlagegrundsätzen (insbesondere Sicherstellung der Liquidität) im Versicherungsaufsichtsrecht sowie der Anlageverordnung nebst Kapitalanlagerundschreiben nicht entgegensteht.

Zusätzlich sollte klargestellt werden, dass

- a) eine Sachauskehr an einen Versicherungsanleger zulässig ist, soweit die auszugehrenden Vermögenswerte von ihm in der Direktanlage erwerbbar sind, und
- b) keine Gründe entgegenstehen, Side Pockets zu nutzen.

Begründung:

Im letzten Round Table haben wir im Beisein einer Vertreterin der Versicherungsaufsicht festgehalten, dass in der Einführung der LMTs grundsätzlich keine Kollision mit dem Versicherungsaufsichtsrecht oder der Anlageverordnung nebst Kapitalanlagerundschreiben bestehe, solange die konkreten Anlagegrundsätze des Versicherungsaufsichtsrechts bei Anlagen in Fonds eingehalten werden.

Zudem bestand Einigkeit, dass die aktuell im Kapitalanlagerundschreiben enthaltenen Einschränkungen einer Sachauskehr jedenfalls so auszulegen seien, dass eine Sachauskehr nur für solche Vermögenswerte nicht in Betracht kommt, die in der Direktanlage des Versicherungsunternehmens nicht zulässig sind (z. B. Edelmetalle).

In Bezug auf Side Pockets stellt das Kapitalanlagerundschreiben lediglich klar, dass abgespaltene illiquide Vermögenswerte dem Sicherungsvermögen nicht mehr zugänglich sind. Da dies lediglich eine Rechtsfolge ist, führt dies auch nicht zu einer Beschränkung der Anlage des Versicherungsunternehmens.

c) Umgang mit fehlender Zustimmung der Spezialfondsanleger

Wir bitten, die Frage einer etwaigen Zustimmungspflicht der Anleger bzw. die aufsichtliche Bewertung bei einer fehlenden bzw. nicht rechtzeitigen Zustimmung im Rundschreiben aufzugreifen.

Begründung:

Diesen Punkt haben wir im letzten Round Table intensiv diskutiert. Grundsätzlich teilen wir die Einschätzung der BaFin, es sei eine zivilrechtliche Frage, ob im Einzelfall eine Zustimmungspflicht der Anleger bestehe. Insoweit können wir nachvollziehen, dass die BaFin hierzu keine Stellung beziehen wird.

Dennoch sollte die aufsichtliche Perspektive in diesem Zusammenhang im Rundschreiben aufgegriffen werden. Wir waren uns einig, dass jedenfalls eine fehlende Zustimmung nicht dazu führen könne, dass die LMTs nicht eingeführt werden. Nach vorläufiger Einschätzung der BaFin im letzten Round Table sei jedenfalls die aufsichtsrechtliche Wirksamkeit der Einführung der LMTs nicht an die Unterschrift des Anlegers gebunden. Die KVG müsse daher dafür Sorge tragen, dass die entsprechend geänderten Anlagebedingungen spätestens am 15. April 2026 beim Anleger vorliegen und sie ab dem 16. April 2026 wirksame Prozesse für den Einsatz der LMTs implementiert hat. Aktiviert eine KVG ein LMT, bevor der Anleger unterschrieben hat, würde das LMT dennoch greifen. Dem Anleger könnte dann jedoch zivilrechtlich ein außerordentliches Kündigungsrecht zustehen. Kommt es im Zeitablauf zu keiner Einigung zwischen Anleger und KVG, müsste geprüft werden, ob der Fonds (bei nur einem Anleger) abzuwickeln ist bzw. der Anleger seine Anteile zurückgeben und von der KVG ausgezahlt werden muss.

Abschnitt 2.1.1: Rücknahmebeschränkung – Überschreiten des Schwellenwertes

- a) Wir bitten, die Überschrift „Überschreiten des Schwellenwertes“ durch „**Erreichen des Schwellenwertes**“ zu ersetzen. Nach Art. 2 der Delegierten Verordnungen (EU) 2026/465 und 2026/466 genügt ein Erreichen des Schwellenwertes für die Aktivierung einer Rücknahmebeschränkung.

- b) Zudem bitten wir, das Beispiel wie folgt anzupassen:

„Beispiel: Ein Investmentvermögen sieht grundsätzlich eine tägliche Rückgabemöglichkeit der Anteile vor. Wird am 01.02. der festgelegte Schwellenwert aufgrund eines erhöhten Rückgabeverlangens der Anleger **erreicht oder** überschritten, kann die KVG entscheiden, dass wegen der angespannten Liquiditätslage des Investmentvermögens die Rückgabeverlangen der Anleger spätestens bis 10.02. ~~auf x %~~ beschränkt werden, um hierdurch genügend Zeit für die Beschaffung der zur Befriedigung der Rückgabeverlangen erforderlichen Liquidität zu erlangen. Innerhalb dieses Zeitraums, für den die Rücknahme maximal beschränkt wird, muss der Schwellenwert kein weiteres Mal überschritten werden. **Die konkrete Auszahlquote bestimmt die KVG innerhalb dieses Zeitraums anhand der jeweils vorhandenen Liquidität nach eigenem Ermessen täglich neu oder für einen bestimmten Zeitraum.**“

Begründung:

Die Höhe der Beschränkung (hier: Auszahlquote) wird bei offenen Fonds mit täglichen Rückgaben in der Praxis regelmäßig nicht im Vorfeld festgelegt; dies ist gesetzlich auch nicht gefordert. Vielmehr ermittelt die KVG in diesen Fällen die konkrete Auszahlquote jeden Tag neu anhand der jeweils verfügbaren Liquidität. Damit kann die Auszahlquote innerhalb des Beschränkungszeitraums auch variieren. Das sollte hier klargestellt werden.

- c) Wir bitten, eine weitere Klarstellung aufzunehmen:

„Darüber hinaus müssen in diesen Fällen nur am Tag der Aktivierung die Rücknahmeaufträge aller Anleger anteilig mindestens in Höhe des Aktivierungsschwellenwertes ausgeführt werden (s. Art. 2(4) DeIVO für OGAWs und Art. 2(5) DeIVO für AIFs).“

Begründung:

Dies entspricht dem aktuellen Praxisverständnis, was auch in den Prozessen bei den KVG entsprechend umgesetzt ist.

- d) Wir bitten, den letzten Satz wie folgt anzupassen:

„Im Rahmen der bestehenden Informationspflichten gegenüber dem Anleger (siehe hierzu oben 1.3.) Falls die KVG die Rücknahme für einen bestimmten Zeitraum beschränken möchte, hat die KVG im Verkaufsprospekt von Publikumsinvestmentvermögen neben der Aktivierung der Rücknahmebeschränkung auch deren die maximale Dauer der Rücknahmebeschränkung anzugeben.“

Begründung:

Die Informationspflicht über eine Aktivierung/Deaktivierung eines LMTs (s. Abschnitt 1.3) sollte von der Transparenz im Verkaufsprospekt getrennt werden. Zudem lässt sich die Vorgabe, eine



maximale Dauer der Rücknahmebeschränkung festzulegen, nicht aus den EU-Vorgaben ableiten. Wir sehen insoweit ein besonderes Transparenzerfordernis allenfalls in Bezug auf Publikumsfonds.

Die Begrenzung der Rücknahme muss zudem nicht zwingend auf einen bestimmten Zeitraum angelegt sein. Sie kann auch so konzipiert sein, dass sie mit Ablauf des Aktivierungstages endet und am nächsten Tag erneut aktiviert werden kann, wenn die Aktivierungsschwelle an diesem Tag ebenfalls überschritten ist. In diesem Fall muss im Verkaufsprospekt keine maximale Dauer der Rücknahmebeschränkung angegeben werden, und konsequenterweise muss im Rahmen der Informationspflichten gegenüber dem Anleger nur über die Aktivierung, nicht aber über eine maximale Dauer der Begrenzung informiert werden.

Abschnitt 2.2.3: Verlängerung der Rückgabefrist – Angabe zur maximalen Dauer der Rückgabefrist

- a) Wir bitten, den letzten Satz (~~Dabei muss die anzugebende maximale Dauer die Rückgabefrist und deren Verlängerung umfassen.~~) zu streichen.

Begründung:

Die Vorgabe, dass die anzugebende maximale Dauer der Rückgabefrist und deren Verlängerung umfassen soll, entspricht nicht der aktuellen Anwendungspraxis und lässt sich auch aus den EU-Vorgaben nicht ableiten. **Vielmehr würde diese Anforderung dazu führen, dass bestehende Prozesse und auch die Verkaufsprospekte angepasst werden müssten. Dies sollte dringend vermieden werden.**

Art. 3(1) der DelVO definiert lediglich die verlängerte Kündigungsfrist als den Zeitraum zwischen dem Eingang des Rücknahmeauftrags bei der KVG und dessen Ausführung. Daraus lässt sich jedoch nicht ableiten, dass hierzu auch die grundsätzlich geltende „normale“ Rückgabefrist addiert werden müsste.

- b) Wir bitten, folgenden Satz zu ergänzen:

„Im Einzelfall kann die KVG die festgelegte maximale Dauer im Interesse der Anleger nochmals verlängern.“

Begründung:

Wir hatten uns im Round Table darauf verständigt, dass die angegebene maximale Dauer im Interesse der Anleger ausnahmsweise auch nochmals verlängert werden darf. Das sollte klargestellt werden.

Abschnitt 2.2.4: Rückgabeerklärung vor Verlängerung

Wir begrüßen die Aussage in Bezug auf den Umgang mit Rücknahmeaufträgen, die bereits vor der Verlängerung einer Rückgabefrist erklärt worden, aber noch nicht ausgeführt sind. Wir regen jedoch an, diesen Grundsatz auf alle LMTs auszuweiten und in den allgemeinen Teil unter Nr. 1 zu verschieben.

Darüber hinaus wären wir für eine weitere Klarstellung dankbar, dass die KVG im Verkaufsprospekt außerdem für vor dem 22. Juli 2013 erworbene Altanteile (§ 346 KAGB) eine Verlängerung der Rückgabefrist vorsehen kann.

Abschnitt 2.3: Rückgabegebühr

Wir bitten um Klarstellung, dass potenzielle Wertverluste durch Veräußerung von Immobilien oder Infrastrukturassets, etwa marktbedingte Liquidationsabschläge oder bei Veräußerungsdruck infolge erhöhter Rückgaben, als implizite Transaktionskosten anzusehen und daher bei der Bemessung einer Rückgabegebühr zur berücksichtigen sind.

Begründung:

Von dieser Frage hängt es wesentlich ab, wie hoch eine Rückgabegebühr (insbesondere bei Immobilien- und Infrastrukturfonds) überhaupt ausfallen kann. Wirtschaftlich betrachtet sind potenzielle Wertverluste durch Veräußerungen von Immobilien oder Infrastrukturassets mit den Geld-/Briefspannen im Wertpapierbereich vergleichbar, die nach Art. 4(1) der Delegierten Verordnung [2026/465](#) als implizite Transaktionskosten ausdrücklich zur Bemessung der Gebühr heranzuziehen sind. Im Interesse einer einheitlichen Handhabung sollten auch diese potenziellen Verluste berücksichtigt werden. Dies erkennt auch Art. 4(1) an, wonach zu den impliziten Transaktionskosten erhebliche Auswirkungen des zur Erfüllung der Rücknahmeaufträge erfolgten Verkaufs von Vermögenswerten auf den Markt zählen.

Abschnitte 2.3/2.4: ADTs und PRIIPs-Kostenausweis

Wir regen an, die Erkenntnisse – ggf. nach Abstimmung mit den EU-Behörden – in Bezug auf den Kostenausweis nach den Anforderungen der PRIIPs-Verordnung im PRIIPs-KID beim Einsatz der ADTs ebenfalls in das Rundschreiben zu überführen.

Begründung:

Mit E-Mail vom 19. Januar 2026 hat uns die BaFin darüber informiert, dass ein Ausweis der Rückgabegebühren als Ausstiegsgebühren im PRIIPs-KID nicht erforderlich sei, da diese dem Verwässerungsschutz des Investmentvermögens dienen. Zudem soll eine Verrechnung der ADTs mit den Transaktionskosten im PRIIPs-KID nur in Höhe der impliziten Transaktionskosten möglich sein (siehe Anhang VI Ziffer 11 lit. c der PRIIPs-RTS). Wir hatten in diesem Zusammenhang im letzten Round Table darauf hingewiesen, dass der Kostenausweis bei Erhebung einer Rückgabegebühr in der Praxis dennoch uneinheitlich interpretiert werde. Die BaFin hat uns insoweit informiert, sie habe diese Frage an die EU-Behörden zur weiteren Klärung adressiert. Wir wären daher dankbar, wenn das Rundschreiben hierzu ebenfalls Klärung bietet. Die Frage der Berücksichtigung bei den Transaktionskosten stellt sich insbesondere bei offenen Immobilien- und Infrastrukturfonds, bei denen regelmäßig (wenn überhaupt) nur ein sehr geringer Anteil an impliziten Transaktionen im Sinne der PRIIPs-Vorgaben anfällt.

II. Änderungen beim Erlaubnisverfahren

Abschnitt 1.1: Zwei Geschäftsleiter auf Vollzeitbasis

Wir bitten, den Klammerzusatz „(mind. 40 Stunden / Woche)“ zu streichen.

Begründung:

Grundsätzlich hängt die reguläre Arbeitszeit für Vollzeitkräfte von den individuellen arbeitsrechtlichen Verträgen ab; sie kann beispielsweise auch nur 39 Stunden pro Woche betragen. Unabhängig davon wird bei Geschäftsleitern in der Praxis regelmäßig keine Arbeitszeit als Stundenangabe im Vertrag



festgelegt, weil man davon ausgeht, dass die Vollzeit-Arbeitszeit in jedem Fall für die KVG aufgebracht werden muss. Die Vorgabe von 40 Stunden pro Woche ist daher zu eng und sollte gestrichen werden. Anderenfalls müssten die Arbeitsverträge mit den Geschäftsführern entsprechend angepasst werden, was zu einem weiteren unnötigen Bürokratieaufwand führen würde.

Abschnitt 2.1: MiFID-Dienstleistungen

- a) Wir bitten, die Notwendigkeit für eine besondere Erlaubnis zumindest in Bezug auf die Anteilscheinverwahrung nochmals zu prüfen.

Begründung:

In dem Entwurf des Rundschreibens führt die BaFin aus, dass es sich bei der Anteilscheinverwahrung um eine erlaubnispflichtige Dienstleistung im Sinne der Richtlinie 2014/65/EU (MiFID II) handle. Dies stellen wir in Abrede, weil die MiFID die Verwahrung und Verwaltung von Finanzinstrumenten für Rechnung von Kunden lediglich als Nebendienstleistung qualifiziert (s. Anhang I Abschnitt B Nr. 1 MiFID II).

- b) Wir bitten, eine Klarstellung aufzunehmen, dass der Vertrieb eigener Fondsanteile Gegenstand der Erlaubnis zur kollektiven Vermögensverwaltung und daher von der hier geregelten Erlaubniserweiterung nicht erfasst ist.
- c) Wir bitten, die Beispiele in Bezug auf die sonstigen Tätigkeiten im letzten Absatz von Abschnitt 2.1 an die Gesetzesbegründung zum FoRG anzupassen. Insbesondere sollten auch Unternehmensdienstleistungen etwa in den Bereichen Personal und Informationstechnologie (IT) sowie IT-Dienstleistungen für das Portfolio- und Risikomanagement (s. Erwägungsgrund 6 AIFMD-Review) ausdrücklich aufgenommen werden.

Abschnitt 2.2: Sonstige Nebendienstleistungen

Wir bitten, den letzten Satz von Abschnitt 2.2 wie folgt zu fassen:

„Die Nebendienstleistungen nach § ~~22~~ **20** Abs. 2 Satz 1 Nr. 10 und Abs. 3 Satz 1 Nr. 11 KAGB, die eine KVG auch für Dritte erbringen kann, beziehen sich beispielsweise auf die Buchhaltung oder EDV-Leistungen, die sie bereits für ihre eigenen Investmentvermögen erbringt. Dies gilt auch dann, wenn die KVG erst im Laufe der Zeit neue Funktionen oder Tätigkeiten für ihre Investmentvermögen aufbaut. Voraussetzung ist jedoch stets, dass die KVG diese Funktionen oder Tätigkeiten auch für die von ihr verwalteten Investmentvermögen oder in Bezug auf von ihr nach § 20 Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 bis 9 bzw. § 20 Abs. 3 Satz 1 Nr. 1 bis 10 erbrachte Dienstleistungen erbringt.“

Begründung:

Das Erbringen von Nebendienstleistungen gem. § 20 Abs. 2 Satz 1 Nr. 10 bzw. § 20 Abs. 3 Satz 1 Nr. 11 KAGB ist nicht nur dann zulässig, wenn sie für die von der KVG verwalteten Investmentvermögen erbracht werden, sondern auch dann, wenn sie im Zusammenhang mit den anderen Dienstleistungen nach § 20 Absätze 2 und 3 erbracht werden. Dies ist in § 20 Abs. 2 Satz 1 Nr. 10 bzw. § 20 Abs. 3 Satz 1 Nr. 11 KAGB jeweils ausdrücklich klargestellt: „... in Bezug auf einen OGAW/AIF, den sie nach den Vorschriften dieses Gesetzes verwaltet, **oder in Bezug auf Dienstleistungen, die sie nach diesem Satz erbringt**, bereits wahrnimmt“.

III. Kreditvergabe

Wir bitten, die Ausführungen im Rundschreiben zur notwendigen Erlaubnis bzw. Erlaubniserweiterung wie folgt weiter zu konkretisieren:

Erfordernis einer Erlaubniserweiterung bei der Kreditvergabe

Wir bitten, die Information aus der BaFin-E-Mail vom 29. Juni 2026 zur Erlaubniserweiterung ebenfalls in das Rundschreiben zu überführen. Danach soll eine Erlaubniserweiterung in folgenden Fällen notwendig sein:

1. *wenn bisher keine Erlaubnis erteilt wurde, die die Gewährung von Gelddarlehen oder Gesellschafterkrediten beinhaltet,*
2. *wenn bisher lediglich die Vergabe von Gesellschafterkrediten möglich war, auch ohne dass dies explizit aus dem Erlaubnisbescheid hervorging (vgl. § 284 Abs. 5 KAGB a.F., § 240, § 261 Abs. 1 Nr. 8 a.F., § 285 Abs. 3 a.F. KAGB), und nun (auch) Kredite an Dritte vergeben werden sollen und*
3. *wenn erstmals durch ein offenes Investmentvermögen Kredite an Dritte vergeben werden sollen, auch wenn die KVG über eine Erlaubnis zur Vergabe von Gelddarlehen nach § 285 Abs. 2 KAGB a.F. verfügt.*

Soweit von einer KVG verwaltete Investmentvermögen bereits bis zum Inkrafttreten des FoRG zur Vergabe von Gesellschafterdarlehen berechtigt waren, auch ohne dass dies explizit aus dem Erlaubnisbescheid hervorging (§ 284 Abs. 5 KAGB a.F., § 240 KAGB, § 261 Abs. 1 Nr. 8 a.F., § 285 Abs. 3 a.F.), dürfen weiterhin AIFs verwaltet werden, die Gesellschafterdarlehen vergeben.

Diese Ausführungen finden Anwendung auf KVGs mit Erlaubnis, die Spezialinvestmentvermögen verwalten, und auf KVGs, die Publikums-AIF verwalten.

Aus Sicht der BaFin ist es notwendig, im Rahmen der Erlaubniserweiterung unter anderem die fachliche Eignung der Geschäftsleiter der KVG, Geschäftsplan, Organisation und Anlagestrategie im Hinblick auf die Kreditvergabe zu überprüfen. Mit Bezug auf § 30 Abs. 3a KAGB gilt dies insbesondere für die Vergabe von Fremdkrediten durch offene Investmentvermögen.

Weitere Fälle, in denen eine Erlaubniserweiterung nicht notwendig ist

Wir bitten, darüber hinaus im Rundschreiben-Entwurf folgenden Fall zu ergänzen:

„Beispiel: Eine KVG hat eine Geschäftserlaubnis

- (i) **zur kollektiven Vermögensverwaltung von offenen und geschlossenen Investmentvermögen (wobei die kollektive Vermögensverwaltung ausdrücklich auch die Erlaubnis zur Kreditvergabe umfasst) sowie**
- (ii) **zur individuellen Vermögensverwaltung gemäß § 20 Abs. 3 Nr. 1 KAGB**

In diesem Fall darf die KVG als Auslagerungsunternehmen auch im Rahmen der durch eine andere Verwaltungsgesellschaft (sei es eine KVG, ein Luxemburger AIFM etc.) ausgelager-

ten individuellen Vermögensverwaltung die Kreditvergabe und die Verwaltung der vergebenen Kredite ohne eine weitere Erlaubniserweiterung übernehmen dürfen. Ebenso bedarf es keiner weiteren Erlaubnis unter dem KWG.“

Begründung:

Wenn die KVG bereits unter ihrer BaFin-Erlaubnis befugt ist, im Rahmen der kollektiven Portfolioverwaltung in ihrer Funktion als AIFM Kredite zu vergeben, so sollte sie erst recht berechtigt sein, solche Tätigkeiten in einer weniger weitgehenden Rolle als Portfoliomanager im Wege der Auslagerung auszuüben (a maiore ad minus-Argument). Wenn eine KVG über eine Erlaubnis verfügt, die auch die Kreditvergabe durch AIF im Rahmen der kollektiven Vermögensverwaltung umfasst, so verfügt diese KVG damit auch über das gesamte erforderliche Know-how und etablierte Prozesse zur Vergabe und Verwaltung von durch AIF gewährten Krediten. Wenn die KVG als Auslagerungsunternehmen eines anderen AIFM in Bezug auf einen AIF im Kontext der Kreditvergabe handelt, erbringt sie keine Leistung außerhalb ihres Fachwissens oder ihrer Expertise.

Abgrenzung Kreditvergabe vs. Investition in unverbriefte Darlehensforderungen

Im Zusammenhang mit der Frage einer notwendigen Erlaubniserweiterung kommt der von uns in unserer [Stellungnahme](#) zur Änderung der KAMaRisk aufgeworfenen Frage zur Abgrenzung einer Kreditvergabe und einer Investition in unverbriefte Darlehensforderung eine besondere Bedeutung zu.

Dies gilt insbesondere für diejenigen Fälle, in denen eine KVG im Rahmen ihrer bestehenden Erlaubnis zur Verwaltung von Spezialfonds im Sinne von § 284 KAGB bereits Investitionen in unverbriefte Darlehensforderungen tätigen darf, aber über keine Erlaubnis zur Kreditvergabe verfügt.

Vor einer Investition in unverbriefte Darlehensforderungen beteiligt sich die KVG im Vorfeld regelmäßig an Sondierungsgesprächen, die nach unserer Einschätzung noch nicht die Schwelle zu einer Beteiligung an der Strukturierung des Kredits oder der Festlegung bzw. Vorabvereinbarung seiner Merkmale mit der Folge einer indirekten Kreditvergabe im Sinne von § 1 Abs. 19 Nr. 25a Buchst. b) KAGB überschreitet. Gleiches muss für die Zusage gelten, sich als AIF an der Finanzierung beteiligen zu wollen (in welcher Form auch immer). Diese Vorabstimmungen sind notwendig, damit auch Banken bei der Finanzierung solcher Großprojekte ihre Risiken anhand ihrer eigenen Vergabekriterien (z. B. Klumpenrisiken) bewerten können.

Eine zügige Klärung dieser Frage ist daher nicht nur wegen der sich daran anknüpfenden Rechtsfolgen aufgrund der neuen Vorgaben des § 29a KAGB im Hinblick auf die Kreditvergabe, sondern auch in Bezug auf das Vorhalten einer entsprechenden Erlaubnis bzw. eine Erlaubniserweiterung relevant.

Hilfreich wären im Zusammenhang mit Gesellschafterdarlehen noch folgende weitere Klarstellungen:

- Auf bis zum 16. 4. 2026 vergebene Gesellschafterdarlehen findet weiterhin die bis dahin geltende Rechtslage Anwendung, sodass kein Anpassungsbedarf der bestehenden Gesellschafterdarlehensverträge entsteht.
- Auf seit dem 16. 4. 2026 durch Bestandsfonds vergebene Gesellschafterdarlehen treten an Stelle der bisherigen automatisch die neuen Regeln, ohne dass eine Anpassung der Fondsdokumentation erforderlich wird.



IV. Neu: Weitere Aspekte im Zuge der Umsetzung des FoRG

Wir bitten, das Rundschreiben um folgende Aspekte zu ergänzen:

Anzeigen zum Interessenkonfliktmanagement nach § 27 Abs. 4a KAGB

Nach § 27 Abs. 4a KAGB müssen für sog. White-Label-Fonds der BaFin ausführliche Erläuterungen und Belege unter Berücksichtigung etwaiger Interessenkonflikte für die Einhaltung der Vorgaben in § 27 Abs. 1-4 KAGB zum Interessenkonfliktmanagement vorgelegt werden. Hier stellt sich die rein praktische Frage, wie und wann diese Unterlagen der BaFin vorgelegt werden müssen. Wir waren uns einig, dass diese neue Vorschrift, die durch das aktuelle Marktintegrations- und Aufsichtspaket der EU-Kommission wieder gestrichen werden soll, ein ziemlicher Formalismus ist.

Wir könnten uns daher – für die voraussichtlich nur vorübergehend geltende Vorschrift – eine pragmatische Lösung so vorstellen, dass die KVG diese Umstände entsprechend den neuen Vorgaben dokumentiert und der Abschlussprüfer im Rahmen seiner Prüfung der KVG und der Vorgaben zur Einhaltung des Interessenkonfliktmanagements in seinem Abschlussbericht würdigt. Zudem gehen wir davon aus, dass diese ausführlichen Erläuterungen nur für die Auflage neuer White-Label-Fonds erforderlich sind und für bereits vor dem 16. April 2026 aufgelegte Fonds nicht gelten.

Auslagerungen im Verkaufsprospekt: § 36 Abs. 9 KAGB

Nach der Neuregelung in § 36 Abs. 9 KAGB müssen im Verkaufsprospekt eines Fonds nun auch sämtliche Auslagerungen von Dienst- und Nebendienstleistungen einer KVG, auch wenn diese überhaupt nichts mit dem konkreten Fonds zu tun haben, aufgelistet werden. Da es sich hier um eine 1:1-Umsetzung der EU-Vorgaben handelt, sind die KVGs daran grundsätzlich gebunden.

Dennoch stellen wir die Sinnhaftigkeit diese Vorgabe in Frage, die außerdem zu einem unnötigen Bürokratieaufwand führt und auch dem Anleger durchaus verwirrende Angaben liefert. Auch hier sind wir an einer pragmatischen Lösung interessiert. In jedem Fall werden wir diesen Punkt auf EU-Ebene im Rahmen des Marktintegrationspakets aufgreifen und uns für eine Streichung bzw. Klarstellung einsetzen, dass nur solche Auslagerungen von Dienst- und Nebendienstleistungen im Verkaufsprospekt aufzuführen sind, die im unmittelbaren Zusammenhang mit dem konkreten Fonds stehen. In diesem Sinne könnten wir uns bis auf weiteres auch eine pragmatische Anwendung der Vorschrift vorstellen.
