

Stella B. Greisbach

## **Die Regulierung geschlossener Blind Pool-Fonds im Rahmen der Kapitaleinwerbung**

**Von der erstmaligen Regulierung des „Grauen Kapitalmarkts“ bis zum Kapitalanlagegesetzbuch**



Dissertation der Juristischen Fakultät der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf

1. Gutachter: Prof. Dr. Ulrich Noack

2. Gutachter: Prof. Dr. Dirk Zetsche

Jahr der mündlichen Prüfung: 2016



# Inhaltsverzeichnis

1. Teil	Einleitung.....	1
A.	Problemstellung.....	1
B.	Untersuchungsgegenstand.....	2
C.	Grundlagen.....	6
I.	Blind Pools.....	6
1.	Praxisterminus.....	6
2.	Definitionsversuch.....	9
II.	Geschlossene Fonds.....	11
1.	Geschlossene Fonds vor dem Kapitalanlagegesetzbuch.....	11
2.	Geschlossene Alternative Investmentfonds.....	14
2. Teil	Die Prospekterstellung von Blind Pools nach dem Verkaufsprospektgesetz.....	17
A.	Die erstmalige Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch das Verkaufsprospektgesetz.....	17
B.	Die Beschreibung des Anlageobjekts bzw. des konkreten Projekts.....	19
I.	Fehlendes Anlageobjekt bei Blind Pools.....	19
II.	Rechtsfolge.....	20
1.	Prospektunfähigkeit.....	20
a)	Das Anlageobjekt als Pflichtangabe i.S.d. Vermögensanlagen- Verkaufsprospektverordnung.....	21
(1)	Mindestangabe.....	21
(2)	Keine Ausnahme.....	22
b)	Das Anlageobjekt als notwendige Information i.S.d. prospektrechtlichen Generalklausel .. .....	23
(1)	Allgemeiner Prospektgrundsatz.....	23
(2)	Anlegerhorizont.....	26
(3)	Wesentlichkeit des Investitionsobjekts für die Anlageentscheidung.....	27
c)	Keine teleologische Reduktion.....	29
d)	Zwischenergebnis.....	29
2.	Alternative Lösungsansätze.....	30
a)	Aufsichtspraxis der BaFin.....	30
b)	Lösungsansätze der Literatur.....	32
c)	Rechtsprechung.....	33
3.	Stellungnahme.....	34
a)	Negativtestat.....	34
b)	Angabe über die Anlageziele und -politik als Substitut.....	35
c)	Risikohinweis und Nachtrag.....	38
d)	Fehlende Ermächtigungsgrundlage und Unterbindung von Fondsstrukturen.....	41
e)	Dachfonds.....	43
C.	Ausstrahlungswirkung des fehlenden Anlageobjekts.....	44

I.	Details hinsichtlich des Anlageobjekts.....	44
II.	Angaben über die Geschäftstätigkeit des Emittenten.....	44
III.	Risikodarstellung.....	45
IV.	Prognosen.....	46
D.	Ergebnis.....	48
3. Teil	Öffentliches Anbieten von Blind Pools nach dem Vermögensanlagengesetz.....	50
A.	Überblick über die Änderungen im Vermögensanlagengesetz.....	50
B.	Prospekterstellung: Angaben mit Bezug zum Anlageobjekt.....	52
C.	Das Vermögensanlagen-Informationsblatt.....	54
4. Teil	Kapitaleinwerbung für Blind Pools nach dem Kapitalanlagegesetzbuch.....	57
A.	Einführung in das Kapitalanlagegesetzbuch.....	57
I.	Die AIFM-Richtlinie.....	57
II.	Die Umsetzung der AIFM-Richtlinie im Kapitalanlagegesetzbuch.....	62
III.	Überblick über die Anforderungen vor dem Herantreten an den Kapitalmarkt.....	66
IV.	Der Anwendungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuchs.....	70
1.	Anlagestrategie.....	71
a)	Gesetzesbegründung zum Kapitalanlagegesetzbuch.....	72
b)	Auslegungsschreiben der BaFin zum Anwendungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuchs.....	73
c)	Leitlinien zu Schlüsselbegriffen der AIFM-Richtlinie der ESMA.....	74
d)	Literatur.....	76
e)	Stellungnahme.....	77
2.	Operativ tätiges Unternehmen.....	81
3.	Ergebnis.....	83
B.	Fondsbezogene Informationspflichten.....	84
I.	Geschlossene Publikums-AIF.....	85
1.	Satzung bzw. Gesellschaftsvertrag.....	85
2.	Anlagebedingungen.....	86
a)	Auswahlgrundsätze bei der Wahl der Investitionsobjekte.....	87
(1)	Eingrenzung der inhaltlichen Ausfüllung der Auswahlgrundsätze.....	89
(a)	Kein reines Blind Pooling.....	90
(b)	Kein konkretes Anlageobjekt.....	90
(c)	Assetkategorie.....	90
(d)	Investitionskriterien.....	91
(2)	Ergebnis: Hinreichend bestimmte Darstellung.....	91
b)	Produktregulierung.....	93
(1)	Erforderlichkeit.....	94
(a)	Gesellschaftsrechtlicher Schutz.....	94
(b)	Verwalterregulierung.....	96
(c)	Reine Vertriebsregulierung.....	99
(2)	Verhältnismäßigkeit.....	99

(3)	Verfassungskonformität der Einschränkung .....	102
(4)	Richtlinienkonforme Umsetzung der AIFM-Richtlinie .....	104
3.	Prospekterstellung .....	105
a)	Beschreibung der Anlagepolitik und -strategie sowie der Vermögensgegenstände.....	106
(1)	Anlagepolitik und -strategie .....	107
(a)	Vermögensgegenstände .....	108
(i)	Keine bewusste Nichtaufnahme einer Modifikation.....	109
(ii)	Konsequenz der Produktregulierung.....	110
(b)	Allgemeiner Prospektgrundsatz .....	112
(2)	Ergebnis .....	114
b)	Die Angabe zu den Anlageobjekten .....	115
c)	Sonstige in Zusammenhang mit dem Investitionsobjekt stehende Prospektanforderungen .....	116
(1)	Erläuterung des Risikoprofils des AIF .....	117
(2)	Angaben zu den Kosten .....	119
(3)	Prognosen .....	120
(4)	Dachfonds .....	120
(5)	Regeln für die Vermögensbewertung .....	121
4.	Wesentliche Anlegerinformationen .....	122
a)	Anlagepolitik .....	124
(1)	Fehlender Bezug zu den Vermögensgegenständen .....	124
(2)	Allgemeine Grundsätze bei der Erstellung der wesentlichen Anlegerinformationen .	125
(3)	Übereinstimmung mit den Prospektangaben .....	126
(4)	Wertung geschlossener Publikums-AIF .....	126
b)	Beschreibung konkreter Anlageobjekte .....	127
c)	Sonstige, in Zusammenhang mit dem Investitionsobjekt stehende Angabepflichten ....	127
(1)	Weitere Angaben im Rahmen der Darstellung der Ziele und Anlagepolitik.....	128
(a)	Anlagekategorien .....	128
(b)	Anlageziel im Hinblick auf bestimmte Anlagekategorien.....	129
(c)	Diskretionäre Anlagewahl.....	129
(2)	Risiko- und Ertragsprofil des AIF .....	129
(3)	Kostendarstellung.....	130
(4)	Prognosen .....	131
(5)	Beschreibung der Auswahl von Dachfonds.....	131
5.	Exkurs: Vertrieb von EU- und ausländischen AIF .....	131
a)	Grundsatz: Entsprechende Anwendung der Regelungen inländischer AIF.....	132
b)	Kollision mit der Prospekttrichtlinie .....	134
6.	Auswirkungen mangelnder Konkretisierung der Investitionsobjekte .....	135
a)	Anlagebedingungen.....	136
b)	Verkaufsprospekt und wesentliche Anlegerinformationen .....	137
(1)	Prüfungsmaßstab .....	138

(2)	Mögliche Vertriebsuntersagung, Prospektnachtrag.....	139
(3)	Haftungsrisiko.....	141
c)	Weitere, allgemeine Maßnahmen der Aufsichtsbehörde.....	144
II.	Geschlossene Spezial-AIF .....	145
1.	Geschlossene Spezial-AIF.....	145
a)	Satzung bzw. Gesellschaftsvertrag, Anlagebedingungen .....	145
b)	Vertriebsbezogene Informationspflichten .....	146
c)	Ergebnis.....	149
2.	Exkurs: Europäische Risikokapitalfonds .....	150
a)	Überblick über die Besonderheiten von Risikokapitalfonds.....	150
b)	Informationspflichten gegenüber potentiellen Anlegern.....	152
c)	Ergebnis.....	154
C.	Angaben im Rahmen des Erlaubnisanspruchs und der Registrierung von Kapitalverwaltungsgesellschaften .....	155
I.	Erlaubnispflichtige Kapitalverwaltungsgesellschaften .....	155
1.	Angaben zur Beurteilung der fachlichen Eignung der Geschäftsleiter.....	156
2.	Angaben zu den Anlagestrategien.....	158
a)	Verwaltung von Spezial-AIF .....	159
b)	Verwaltung von Publikums-AIF.....	159
3.	Sonstige einzureichende Unterlagen .....	160
4.	Rechtsfolge .....	161
II.	Registrierungspflichtige Kapitalverwaltungsgesellschaften .....	163
1.	Angabe über die Anlagestrategien der verwalteten AIF .....	164
a)	Die Verwaltung von „kleinen“ Spezial-AIF und Publikums-AIF nach § 2 Abs. 4 und 5 KAGB .....	165
b)	Die Verwaltung von „kleinen“ internen Publikums-AIF nach § 2 Abs. 4a KAGB .....	166
2.	Angaben zur Beurteilung der fachlichen Eignung der Geschäftsleiter.....	168
3.	Rechtsfolge .....	168
III.	Exkursfortführung: Registrierungspflichtige Verwalter qualifizierter Risikokapitalfonds.....	169
5. Teil	Ergebnis .....	171
A.	Zusammenfassung der wesentlichen Erkenntnisse .....	171
I.	Erscheinungsformen von Blind Pools.....	171
II.	Verkaufsprospektgesetz .....	171
III.	Vermögensanlagegesetz .....	172
IV.	Kapitalanlagegesetzbuch .....	173
B.	Fazit .....	175
	Literaturverzeichnis .....	178
	Sonstige Publikationen .....	212
	Abkürzungsverzeichnis .....	214





# 1. Teil Einleitung

## A. Problemstellung

Blind Pools stellen eine bestimmte Ausgestaltung von Fonds dar, die sich dadurch charakterisieren, dass zum Zeitpunkt der Kapitaleinwerbung für den Fonds noch nicht feststeht, in welche Investitionsobjekte das akquirierte Kapital angelegt wird. Ein effektiver Schutz von Kapitalanlegern wird vor allem durch eine ausreichende Informationsversorgung zu erreichen versucht<sup>1</sup>. Bei Blind Pools können potentielle Anleger mangels Investitionsobjekt vor ihrer Beteiligung an dem Fonds gerade nicht über die Vermögensgegenstände, mit denen der Fonds wirtschaften soll, informiert werden.

Der Graue Kapitalmarkt<sup>2</sup>, dem Anlageprodukte wie geschlossene Blind Pool-Fonds zuzuordnen waren,<sup>3</sup> war lange Zeit nicht reguliert<sup>4</sup>. Mit der erstmaligen Regulierung dieses Bereichs durch das Verkaufsprospektgesetz<sup>5</sup> im Jahre 2005 wurde der Umstand, dass bei Blind Pools die Investitionsobjekte noch nicht feststehen, zu einem Problem. Denn das Verkaufsprospektgesetz führte für geschlossene Fonds die Pflicht zur Erstellung eines Prospektes ein, in dem vor allem Informationen über das Anlageobjekt des Fonds erteilt werden mussten. Dieses Regelwerk wurde im Jahr 2012 erstmals überarbeitet.

---

<sup>1</sup> *Schindele*, Der Grundsatz der Prospektverständlichkeit am Beispiel des Börsenzulassungsprospekts für den amtlichen Markt, S. 1; wichtig ist eine weitgehende Vermeidung von Informationsasymmetrien, vgl. *Miller*, Das Haftungsrecht als Instrument der Kontrolle von Kapitalmärkten, S. 59 ff.; vgl. *Weber*, Insiderrecht und Kapitalmarktschutz, S. 30; *Märker/Hillesheim*, ZRP 2009, 65 (68); vgl. *Caspari*, in: Grundmann/Schwintowski/Singer/Weber, Anleger- und Funktionenschutz durch Kapitalmarktrecht, S. 7 (9); vgl. *Assmann*, Prospekthaftung, 1. Teil, § 2 2., S. 22; vgl. *Lischke*, in: Bultmann/Hoepner/Lischke, Anlegerschutzrecht, § 1 II. Rn. 12, S. 4.

<sup>2</sup> Der Begriff des Grauen oder freien Kapitalmarkts ist gesetzlich nicht definiert, hat sich aber als Bezeichnung für den nicht organisierten Markt, der keiner (oder einer nur sehr beschränkten) staatlichen Aufsicht untersteht, eingebürgert, *Lenenbach*, KMR, § 2 Rn. 2.266 f., S. 144; *Nittel/Ebermann*, in: Assies/Beule/Heise/Strube, HB FA Bank- und Kapitalmarktrecht, 8. Kap. A. Rn. 7, S. 1531; *Hagemann*, „Grauer“ Kapitalmarkt und Strafrecht, S. 146; der Begriff des Grauen Kapitalmarkts wird auch vom Gesetzgeber genutzt, z.B. RegBegr. AIFM-UmsG (Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Umsetzungsgesetz – AIFM-UmsG) v. 04.07.2013, BGBl. I (Nr. 35) v. 10.07.2013, S. 1981 ff.), BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 329; RegBegr. FinAnlV- und VermAnlG (Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts v. 06.12.2011, BGBl. I (Nr. 63) v. 12.12.2011, S. 2481 ff.), BT-Drs. 17/6051 v. 06.06.2011, S. 30 ff.; *Hausbeck*, Die Haftung des Kapitalanlegers in der Insolvenz eines als Publikumsgesellschaft aufgelegten geschlossenen Immobilienfonds, S. 15 f.; *Rotter*, in: Bankrechtstag 2011, Stärkung des Anlegerschutzes, S. 55 (56).

<sup>3</sup> *Jäger/Maas/Renz*, CCZ 2014, 63 (63).

<sup>4</sup> *Loritz/Wagner*, NZG 2013, 367 (367, 373); *Förster*, Die Prospekthaftung der organisierten und grauen Kapitalmärkte, 2. Teil, C., S. 29; *Deppe*, in: Theewen, Bank- und Kapitalmarktrecht, S. 589 (590 Rn. 222, S. 594 Rn. 228); dadurch entstanden (vor allem infolge Anlagebetrugs) hohe Schäden, *Klaffke*, Anlagebetrug am Grauen Kapitalmarkt, S. 46 ff.; *Klaffke*, ZRP 2003, 450 (450). Nach den erfolgten Regulierungen der vergangenen Jahre kann kaum mehr von einem „grauen“ bzw. unregulierten Bereich gesprochen werden, *Aurich*, GWR 2014, 295 (295).

<sup>5</sup> Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz (Verkaufsprospektgesetz – VerkaufsprospektG) i.d.F. der Bekanntmachung v. 09.09.1998, BGBl. I (Nr. 62) v. 17.09.1998, S. 2701 ff., das zuletzt durch Art. 8 des Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz – FRUG) v. 16.07.2007, BGBl. I (Nr. 31) v. 19.07.2007, S. 1330 ff., geändert worden und m.W.v. 01.06.2012 durch Art. 2 FinAnlV- und VermAnlG aufgehoben worden ist.

Das Verkaufsprospektgesetz wurde aufgehoben und durch das Vermögensanlagegesetz ersetzt. Die bis dahin geltenden Normen wurden größtenteils übernommen und nur wenige inhaltliche Neuerungen eingeführt. Die Kollision des Konzepts von Blind Pools mit gewissen Informationspflichten, die einen Bezug zum Investitionsobjekt aufweisen, stellte weiterhin ein Problem dar. Seit Juli 2013 unterliegen geschlossene Fonds (nunmehr geschlossene Alternative Investmentfonds (AIF)) dem Kapitalanlagegesetzbuch<sup>6</sup>, das den gesamten Fondsbereich einer Neustrukturierung unterzogen hat<sup>7</sup>. Im Zuge der Entwicklung des Kapitalanlagegesetzbuchs hat der Gesetzgeber die Angabe über die konkreten Anlageobjekte des Fonds als zwingend erforderliche Prospektangabe aus dem Pflichtenkatalog an Informationen herausgenommen. Zugleich hat er konstatiert, dass das Fondsmanagement festlegen muss, welche Vermögensgegenstände tatsächlich für den Fonds erworben werden. Was auf den ersten Blick als Lösung der acht Jahre lang herrschenden Problematik scheint, stellt sich auf den zweiten Blick als Widerspruch dar, den es aufzulösen gilt.

Die umfassenden neuen Anforderungen, denen geschlossene Fonds nun unterliegen, sind ein geeigneter Anlass, sich mit der Problematik von Blind Pools auseinanderzusetzen. Es ist von Interesse, Kriterien für die inhaltliche Ausfüllung verschiedener Anforderungen, mit denen die Verwalter von Blind Pools im Hinblick auf die Darstellung der angebotenen Fonds und deren Investitionsobjekte konfrontiert sind, zu entwickeln. Es wird geklärt werden, welche Gestaltungsarten von Blind Pools nach dem nun geltenden Kapitalanlagegesetzbuch zulässig sind. Die Untersuchung wird zudem aufzeigen, dass bestimmte Ausgestaltungen von Blind Pools für Privatanleger weder nach der bisherigen noch nach der nunmehr geltenden Rechtslage zulässig waren und sind. Dabei wird betrachtet werden, wie sich der Ansatz der Regulierung in Bezug auf Blind Pools vom Verkaufsprospektgesetz bis zum Kapitalanlagegesetzbuch verschoben hat.

## **B. Untersuchungsgegenstand**

Die vorliegende Arbeit wird die verschiedenen regulatorischen Anforderungen, die einen grundsätzlichen Bezug zum Investitionsobjekt eines geschlossenen Fonds aufweisen<sup>8</sup>, seit der erstmaligen Regulierung geschlossener Fonds nach dem Verkaufsprospektgesetz bis zur heutigen Regulierung unter dem Kapitalanlagegesetzbuch untersuchen. Dabei geht es um die Voraussetzungen, die erfüllt werden müssen, damit der Fonds an potentielle Investoren zur Kapitaleinwerbung herantreten darf, wobei es sich hauptsächlich um Informationspflichten gegenüber den künftigen Anlegern handelt (beispielsweise im Verkaufsprospekt). Es erfolgt keine umfassende Untersuchung sämtlicher Angaben, die in den Verkaufsprospekt oder andere Unterlagen aufgenommen werden müssen. Zur Prospekterstellung im All-

---

<sup>6</sup> Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) v. 04.07.2013, BGBl. I (Nr. 35) v. 10.07.2013, S. 1981 ff., das zuletzt durch Art. 3 des Gesetzes zur Verringerung der Abhängigkeit von Ratings v. 10.12.2014, BGBl. I (Nr. 59) v. 18.12.2014, S. 2085 ff., geändert worden ist.

<sup>7</sup> *Loff/Klebeck*, BKR 2012, 353 (353); *Görke/Ruhl*, BKR 2013, 142 (143); *Jesch*, BB 2012, 2895 (2899).

<sup>8</sup> Dies ist zum einen die Angabe zum Investitionsobjekt selbst. Zum anderen hängen aber auch diverse weitere Angaben an der Bestimmung eines Anlageobjekts, z.B. die Darstellung von Risiken.

gemeinen sind Abhandlungen vorhanden und es würde sonst der Fokus dieser Arbeit verwässert. Dieser liegt allein auf den Angaben, die wegen eines Bezugs zum Investitionsobjekt des Fonds für Blind Pools problematisch sein können. Um diesen Schwerpunkt beizubehalten, werden auch die laufenden Organisations- und Berichtspflichten<sup>9</sup> der Fondsmanager nicht behandelt. Denn wenn Anleger bereits investiert haben und Kapital in den Fonds geflossen ist (die Kapitaleinwerbungsphase also abgeschlossen ist), wird in der Regel zeitnah in ein Anlageobjekt investiert, sodass die Problematik der Unerfüllbarkeit von Angaben, die einen Bezug zum Anlageobjekt aufweisen, schnell obsolet wird. Aufgrund neu eingeführter Regelungen nach dem Kapitalanlagegesetzbuch werden in diesem Rahmen auch gewisse Anforderungen an gesellschaftsrechtliche Dokumente (Gesellschaftsvertrag, Anlagebedingungen) sowie Anforderungen, die Fondsmanager im Rahmen ihres Zulassungsantrags zu beachten haben, untersucht werden.

Im Fokus der Untersuchung stehen ausschließlich geschlossene inländische (Publikums-) Fonds. Da geschlossene Fonds typischerweise in einige wenige Sachwerte investieren<sup>10</sup>, die den Fonds stark prägen, und zudem – mangels jederzeitiger Rückgabemöglichkeit der Anteile – eine langfristige Investition der Anleger erfolgt<sup>11</sup>, ist das Investitionsobjekt bei geschlossenen Fonds von größerer Bedeutung als dies bei offenen Fonds der Fall ist<sup>12</sup>. Zudem wird die Untersuchung auf *inländische* geschlossene Fonds begrenzt<sup>13</sup>. Diese sind in der Regel in der Rechtsform der Personengesellschaft (hauptsächlich als Kommanditgesellschaft) aufgelegt<sup>14</sup>. Andere Rechtsformen haben sich in Deutschland nicht durchgesetzt (beispielsweise die Aktiengesellschaft)<sup>15</sup>. Aus diesem Grund werden die Anforderungen, die sich aus

---

<sup>9</sup> Umfangreiche Pflichten werden auch erst seit dem Kapitalanlagegesetzbuch an das Fondsmanagement gestellt, *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89 (90).

<sup>10</sup> *Levedag*, in: Gummert/Weipert, MüHB Gesellschaftsrecht II, § 71 Rn. 116; *Maas*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 8f VerkProspG Rn. 85, 88; *Reuter*, WM 2009, 2057 (2058 f.).

<sup>11</sup> *Bußalb/Unzicker*, BKR 2012, 309 (309); *Kramer/Recknagel*, DB 2011, 2077 (2077).

<sup>12</sup> Aus diesem Grund erfolgt keine Untersuchung der Anforderungen, die von (offenen) Blind Pools nach dem Investmentgesetz zu erfüllen waren.

<sup>13</sup> Der Vertrieb von EU- und ausländischen AIF wird in einem Exkurs angeschnitten (siehe 4. Teil B15).

<sup>14</sup> Reg. RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 190; *Freitag*, NZG 2013, 329 (329).

<sup>15</sup> Auch mit der Einführung der neuen Rechtsformen nach dem Kapitalanlagegesetzbuch wird die Personengesellschaft das bevorzugte Vehikel für die Auflage geschlossener Fonds bleiben, *Fischer/Friedrich*, ZBB 2013, 153 (153).

dem Wertpapierprospektgesetz<sup>16</sup> i.V.m. der Prospektverordnung<sup>17</sup> ergeben<sup>18</sup>, nicht näher beleuchtet<sup>19</sup>. Auch werden das Wagniskapitalbeteiligungsgesetz<sup>20</sup> und das Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften<sup>21</sup>, aufgrund derer sich Private Equity- und Venture Capital-Fonds auf freiwilliger Basis einer Regulierung unterwerfen können (bzw. konnten<sup>22</sup>), bei der Untersuchung mangels Praxisrelevanz<sup>23</sup> außen vor gelassen. Die danach spezialgesetzlich geregelten Formen inländischer Beteiligungsgesellschaften konnten sich wegen ihrer Restriktionen hinsichtlich der Gesellschafterstruktur und der Anlagepolitik ebenfalls nicht durchsetzen<sup>24</sup>. Der Schwerpunkt liegt zudem auf Fonds, die (auch) für „Kleinanleger“ zugänglich sind. Fonds, die nur an professionelle oder semiprofessionelle Anleger vertrieben werden dürfen, unterliegen in weiten Teilen geringeren Anforderungen, auch im Hinblick auf Informationspflichten über den Fonds und die Investitionsobjekte, sodass sich aufgrund der Gestaltungsfreiheit nicht solche Problemkonstellationen bei Blind Pools ergeben wie bei Fonds, die auch anderen Anlegerkreisen zugänglich und daher stärker reguliert sind.

---

<sup>16</sup> Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist (Wertpapierprospektgesetz – WpPG) v. 22.06.2005, BGBl. I (Nr. 36) v. 27.06.2005, S. 1698 ff., das zuletzt durch Art. 11 des Gesetzes zur Umsetzung der Verbraucherrechterichtlinie und zur Änderung des Gesetzes zur Regelung der Wohnungsvermittlung v. 20.09.2013, BGBl. I (Nr. 58) v. 27.09.2013, S. 3642 ff., geändert worden ist.

<sup>17</sup> Verordnung (EG) Nr. 809/2004 der Kommission v. 29.04.2004 zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die in Prospekten enthaltenen Informationen sowie das Format, die Aufnahme von Informationen mittels Verweis und die Veröffentlichung solcher Prospekte und die Verbreitung von Werbung, ABl. L 149 v. 30.04.2004, S. 1 ff. (Prospekt-VO).

<sup>18</sup> Der Anhang der Prospektverordnung sieht besondere Vorgaben für Wertpapiere, die von Organismen für gemeinsame Anlagen des geschlossenen Typs ausgegeben werden, vor (Anhang XV Prospekt-VO).

<sup>19</sup> Das Wertpapierprospektgesetz ist einschlägig, wenn es sich bei den Anteilen des geschlossenen Fonds um Wertpapiere, die öffentlich angeboten oder zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen werden sollen, handelt, § 1 Abs. 1 WpPG i.V.m. § 2 WpPG. Vor der Geltung des Kapitalanlagegesetzbuchs war die Abgrenzung, welches Regelungswerk für geschlossene Fonds galt, zwischen dem Wertpapierprospektgesetz und dem Verkaufsprospektgesetz bzw. dem Vermögensanlagegesetz, deren Anwendungsbereich jeweils im Falle von nicht in Wertpapieren i.S.d. Wertpapierprospektgesetzes verbrieften Anteilen eröffnet war, vorzunehmen. Seit der Geltung des Kapitalanlagegesetzbuchs besteht die Möglichkeit, dass ein Prospekt nach dem Wertpapierprospektgesetz zu erstellen ist, nur, sofern das Investmentvermögen als Investmentaktiengesellschaft aufgelegt wird. Dieser Rechtsform wird aber jetzt schon Bedeutungslosigkeit zugesprochen, *Bäumli*, FR 2013, 640 (646). Solange die Investmentaktiengesellschaft für ihre Investoren nicht vergleichbar steuerliche Vorteile bieten wird wie es bei Personengesellschaften der Fall ist, wird sie sich weiterhin nicht als echte Alternative neben der Kommanditgesellschaft etablieren können.

<sup>20</sup> Gesetz zur Förderung von Wagniskapitalbeteiligungen (Wagniskapitalbeteiligungsgesetz – WKBG) v. 12.08.2008, BGBl. I (Nr. 36) v. 18.12.2008, S. 1672 ff., das durch Art. 7 des Gesetz zur Anpassung des Investmentsteuergesetzes und anderer Gesetze an das AIFM-Umsetzungsgesetz (AIFM-Steuer-Anpassungsgesetz – AIFM-StAnpG) v. 18.12.2013, BGBl. I (Nr. 76) v. 23.12.2013, S. 4318 ff., aufgehoben worden ist.

<sup>21</sup> Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG) i.d.F. der Bekanntmachung v. 09.09.1998, BGBl. I (Nr. 62) v. 17.09.1998, S. 2765 ff., das durch Art. 6 Abs. 5 CRD IV-Umsetzungsgesetz v. 28.08.2013, BGBl. I (Nr. 53), S. 3395 ff., geändert worden ist.

<sup>22</sup> Siehe Fn. 20.

<sup>23</sup> Vgl. *Weitnauer*, BKR 2011, 143 (143, 146); *Kramer/Recknagel*, DB 2011, 2077 (2078); *Fischer*, WM 2008, 857 (858); *Söhner*, Gläubigerschutz und Anlegerschutz vor Private-Equity- und Hedgefonds, Kap. 2 A., S. 53; vgl. *Friedl*, WM 2009, 1828 (1834); vgl. *Leible/Lehmann*, NZG 2008, 729 (733 f.).

<sup>24</sup> *Kind*, in: Lüdicke/Arndt, Geschlossene Fonds, B. VI., S. 424 f.

Im ersten Teil der Arbeit werden Blind Pools auf ihre Vereinbarkeit mit den Regelungen des Verkaufsprospektgesetzes hin untersucht. Eine Darstellung ist für die Thematik der Regulierung von Blind Pools interessant, obwohl das Verkaufsprospektgesetz seit 2012 nicht mehr in Kraft ist. Blind Pools werden generell in der Fachliteratur nur spärlich behandelt. Die Problematik, dass Blind Pools gewisse Informationspflichten über den Fonds nicht erteilen können, unterlag aber anlässlich der erstmaligen Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch das Verkaufsprospektgesetz zumindest einer (wenn auch nicht umfangreichen) Diskussion. Diese wurde aufgrund der kurzen Geltungsdauer des Vermögensanlagegesetzes für geschlossene Fonds nicht wirklich fortgeführt, sodass ein historischer Rückgriff auf die Diskussion um Blind Pools nahezu allein über die Literatur zum Verkaufsprospektgesetz möglich ist. Eine Heranführung an die Problematik der Kollision gewisser Angabepflichten bei Blind Pools über das Verkaufsprospektgesetz hilft zum einen dabei, für die nun nach dem Kapitalanlagegesetzbuch aufkommenden Fragestellungen zu sensibilisieren. Zum anderen können viele Ausführungen zum Verkaufsprospektgesetz weiterhin Geltung beanspruchen. Denn das Kapitalanlagegesetzbuch enthält zu geschlossenen Fonds viele Regelungen, die ursprünglich (über das Vermögensanlagegesetz) dem Verkaufsprospektgesetz entnommen sind. Im Verkaufsprospektgesetz war die Pflicht zur Angabe der Anlageobjekte derart formuliert, dass sie wenig Interpretationsspielraum ließ. Aus diesem Grund liegt der Fokus der Untersuchung des Verkaufsprospektgesetzes darauf, welche Rechtsfolgen sich aus dem Umstand, dass Blind Pools bestimmten Prospektangabepflichten nicht nachkommen konnten, ergaben und wie mit der Unvereinbarkeit umzugehen war.

Das 2012 in Kraft getretene Vermögensanlagegesetz hat die Regelungen des Verkaufsprospektgesetzes größtenteils übernommen. Neu eingeführt wurde vor allem ein neben dem Prospekt zu veröffentlichendes Kurzinformativblatt für die Anleger. Der folgende Teil der Arbeit wird nur auf die Änderungen, die sich im Hinblick auf die Problematik von Blind Pools nach dem Vermögensanlagegesetz ergaben, eingehen.

Der dritte und umfangreichste Teil der Untersuchung widmet sich dem seit Juli 2013 geltenden Kapitalanlagegesetzbuch, das nun die Regelungen zu geschlossenen Fonds bzw. AIF enthält<sup>25</sup>. Das Kapitalanlagegesetzbuch hat umfassende Änderungen generell im Bereich der Regulierung von Investmentvermögen eingeführt. Die wesentlichen Anforderungen vor der Kapitaleinwerbung stellen nicht mehr nur die Erstellung eines Prospektes und eines Kurzinformativblattes dar. Die Fondsmanager müssen auch im Rahmen des Antrags der jetzt grundsätzlich erforderlichen Erlaubnis zur Fondsverwaltung umfangreichen Informationspflichten in Bezug auf die Investmentvermögen gegenüber der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) nachkommen. Da der Gesetzgeber einerseits die Information über die konkreten Anlageobjekte nicht mehr als erforderlich in den Prospekt aufzunehmen einstuft, steht die Frage nach den Auswirkungen einer Unvereinbarkeit bei Blind Pools nicht mehr so im Fokus wie noch zu Zeiten der Geltung des Verkaufsprospektgesetzes. Da der Gesetzgeber gleichzeitig fordert, dass eine Festlegung der tatsächlich zu erwerbenden Vermögensgegenstände erfolgt, ist vielmehr die Frage von Interesse, wie genau die Anforderungen an die Angaben, die in Zusammenhang mit den

---

<sup>25</sup> Das Vermögensanlagegesetz ist nicht aufgehoben worden. Allerdings sind geschlossene Fonds aus dem Regelungsbereich heraus und in das Kapitalanlagegesetzbuch aufgenommen worden, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 191.

Anlageobjekten stehen, inhaltlich auszufüllen sind und ob die Anforderungen für jegliche Ausgestaltung eines Blind Pools erfüllt werden können. Da das Kapitalanlagegesetzbuch – anders als seine Vorgängerwerke – auch strukturell nach unterschiedlichen Anlegergruppen differenziert, wird in diesem Teil neben den im Fokus stehenden Untersuchungen von AIF, die an Kleinanleger vertrieben werden können, auch auf solche AIF, die sich ausschließlich an professionelle und semiprofessionelle Anleger richten, eingegangen.

## C. Grundlagen

### I. Blind Pools

Eine gesetzliche Definition von Blind Pools ist bislang an keiner Stelle vorgesehen. Der Begriff ist ausschließlich von der Praxis geprägt, hat aber inzwischen auch Eingang in den Sprachgebrauch von Judikatur, Exekutive (insbesondere BaFin) und Legislative gefunden. Der Gesetzgeber greift den Begriff des „reinen blind poolings“ in der Gesetzesbegründung zum Kapitalanlagegesetzbuch nunmehr auch explizit auf, allerdings ohne genau zu umschreiben, welche Konstellation er bei der Begriffsnutzung vor Augen hat. Insgesamt mangelt es bislang an einer einheitlichen Sprachverwendung. Dies liegt daran, dass aufgrund der Vielfältigkeit von Ausgestaltungen eine Bestimmung von exakten Kriterien, die einen Blind Pool charakterisieren, sehr schwer fällt. Problematisch ist zudem, dass selbst bei einem Definitionsversuch, die Verwertung von Literatur und Rechtsprechung, die sich – im weitesten Sinne – mit Blind Pools beschäftigen, aufgrund der sehr unterschiedlichen Verwendung des Begriffs mitunter zu Missverständnissen führen kann.

#### 1. Praxisterminus

Unter einem Blind Pool<sup>26</sup> wird im Allgemeinen ein Fonds verstanden, bei dem bei Eingehung der Beteiligung durch den Anleger noch unbekannt ist, in welche Vermögensgegenstände der Fonds das akquirierte Kapital investieren wird<sup>27</sup>. Die Anlageobjekte stehen gar nicht, noch nicht konkret oder von mehreren Objekten noch nicht alle fest<sup>28</sup>. Bei Blind Pools werden die Investitionsobjekte erst nach der Einwerbung von Investoren (verbindlich) festgelegt. Dadurch wird ihrem Fondsmanagement – in unterschiedlichem Umfang – ein sehr weiter Ermessensspielraum hinsichtlich der Auswahl der Investitionsobjekte zugestanden, weil keine oder nur sehr wenige Vorgaben für die Auswahl der Assets gemacht werden<sup>29</sup>. Potentiellen Anlegern kann daher keine Auskunft über die Verwendung ihres eingezahlten

---

<sup>26</sup> In den aktuellsten Gesetzesunterlagen werden die Schreibweisen „Blind Pools“ (Beschlussempfehlung Finanzausschuss KAGB, BT-Drs. 17/13395 v. 10.05.2013, S. 634) und „blind pooling“ (RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 272, 286) verwandt. Es wird sich im Folgenden an ersterer orientiert.

<sup>27</sup> Von *Kuhlberg/Seidel*, in: Jesch/Striegel/Boxberger, Rechtshandbuch Private Equity, 1. Teil § 3 2.3, S. 38 f.; *Strohm*, in: Assmann/Schütze, HB Kapitalanlagerecht, 8. Kap., § 21 Rn. 209, S. 1187.

<sup>28</sup> OLG Frankfurt, Urt. v. 13.05.2009 – 23 U 62/07, juris Rn. 2; *Unzicker*, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 37; *Verführt/Grunenberg*, DB 2005, 1043 (1045); *Keunecke*, Prospekte im Kapitalmarkt, Rn. 622, S. 330; *Voß*, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 24.

<sup>29</sup> Vgl. *Strohm*, in: Assmann/Schütze, HB Kapitalanlagerecht, 8. Kap., § 21 Rn. 209, S. 1187.

Kapitals hinsichtlich eines konkreten Anlageobjekts erteilt werden. Der Anleger zahlt sein Geld im übertragenen Sinne „blind“ ein<sup>30</sup>.

Der weite Ermessensspielraum des Fondsmanagements führt dazu, dass Blind Pools auf der einen Seite sehr große Chancen bieten. Mangels vorheriger (konkreter) Festlegung auf Investitionskriterien und -objekte kann flexibel auf Märkte reagiert und können sich bietende Investitionsmöglichkeiten kurzfristig genutzt werden. Gleichzeitig sind Blind Pools aus Anlegersicht auch mit höheren Risiken verbunden: Mangels umfassender Anlagekriterien, die das Ermessen des Fondsmanagements einschränken, fehlen Richtlinien, an denen sich das Fondsmanagement messen lassen muss; Kontrollmechanismen bestehen so kaum. Fehlende konkrete Investitionsobjekte und auch bereits nicht in ausreichendem Maße konkretisierte Investitionskriterien führen dazu, dass die Informationslage vor der Investition in einen Blind Pool sehr dünn und der Blind Pool vorab kaum bewertbar ist – auch dies steigert das Risiko für die Anleger. Das die Investitionsentscheidung maßgeblich prägende Kriterium verschiebt sich bei Blind Pools von der Bewertung der konkreten Investitionsobjekte zu einer Beurteilung des Fondsmanagements. Blind Pools sind bislang vielfach als Ein-Objekt-Fonds ohne Risikodiversifikation<sup>31</sup> aufgelegt worden, was das Risiko verschärft: Eine falsche Investitionsentscheidung des Fondsmanagements in Bezug auf ein unrentables Anlageobjekt führte dazu, dass das finanzielle Engagement der Anleger insgesamt notleidend war<sup>32</sup>.

Unter den Begriff des Blind Pools werden verschiedene Ausgestaltungen gefasst, die einen unterschiedlichen Konkretisierungsgrad in Bezug auf die Investitionsobjekte aufweisen<sup>33</sup>: In der am stärksten ausgeprägten Variante eines Blind Pools steht nicht nur das Anlageobjekt noch nicht fest. Es sind auch noch keinerlei Eingrenzungskriterien, anhand derer eine Auswahl der Investitionsobjekte erfolgen soll, festgelegt<sup>34</sup>. Dem Fondsmanagement steht bei der Wahl der Assets uneingeschränktes Ermessen zu<sup>35</sup>. Die in der Regel unter einem Blind Pool verstandene Ausgestaltung ist derart konzipiert, dass zwar noch kein Objekt feststeht, aber bereits Kriterien für die Auswahl und Investitionskriterien (beispielsweise geografische Eingrenzungen, Bestimmung von Marktsektoren und Kennzahlen) festgelegt sind<sup>36</sup>. Der Detailgrad der Investitionskriterien und das entsprechend verbleibende Ermessen hinsichtlich der Auswahl

---

<sup>30</sup> Wörtlich übersetzt bedeutet Blind Pool „blinder Fonds“ bzw. „blindes Reservoir“.

<sup>31</sup> Heisterhagen/Kleinert, DStR 2004, 507 (509).

<sup>32</sup> Heisterhagen/Kleinert, DStR 2004, 507 (509).

<sup>33</sup> Vgl. Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 27. Dies resultiert auch aus dem Umstand, dass es wie bei vielen Anglizismen für den Begriff „Blind Pool“ (auch „Blindpool“ oder „Blind-Pool“) im Deutschen keine eindeutige Definition gibt.

<sup>34</sup> Vgl. Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 27; vgl. Kind, in: Lüdicke/Arndt, Geschlossene Fonds, B. VI., S. 422 f.

<sup>35</sup> Vgl. Strohm, in: Assmann/Schütze, HB Kapitalanlagerecht, 8. Kap., § 21 Rn. 209, S. 1187.

<sup>36</sup> Maas, in Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 11 VerkProspG Rn. 27; Unzicker, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 9 ff.

variiert dabei stark. Zum Teil sind die Kriterien so weit gefasst, dass im Ergebnis keine konkretere Eingrenzung der Objekte erfolgt, so als wären gar keine Kriterien festgelegt worden<sup>37</sup>. Teilweise wird unter einem Blind Pool auch noch verstanden, dass eines oder mehrere Investitionsobjekte bereits konkret zur Auswahl stehen (auch Investitionsverhandlungen geführt wurden) und nur die letztendliche, verbindliche Entscheidung oder bestimmte Vertragsbestimmungen noch ausstehen (ggf. weil die finale Entscheidung noch durch ein Gremium getroffen werden muss<sup>38,39</sup>).

Auch in der Rechtsprechung wird der Begriff des Blind Pools verwandt<sup>40</sup>, jedoch ohne dass genau erkennbar wäre, welche genaue Ausgestaltung mit dem Begriff jeweils bezeichnet wird. Unter einem Blind Pool ist beispielsweise ein Fonds zu verstehen, „bei dem im Zeitpunkt der Auflegung und Zeichnung die von der Fondsgesellschaft zu erhebenden Objekte noch nicht feststehen“<sup>41</sup>, also „noch unbestimmt“<sup>42</sup> sind und erst „noch ausgewählt“<sup>43</sup> werden müssen. Unter einem Blind Pool wird auch eine Anlageform verstanden, „bei der einzelne Investitionsvorhaben und deren Bedingungen im Zeitpunkt des Beitritts noch nicht endgültig feststehen“<sup>44</sup> und der Anleger noch nicht weiß, „wofür seine Anlage verwendet

---

<sup>37</sup> So z.B. wenn ein geografisches Kriterium die Investition in „Europa, den USA und Afrika“ sein soll oder als Umsatzkennzahl die Investition in Unternehmen, die „bis zu 1 Mrd. Euro Umsatz“ generieren, genannt wird.

<sup>38</sup> Die Form der Einsetzung eines Beirats oder eines ähnlichen Gremiums zur Letztentscheidung hat im Bereich geschlossener Fonds stark zugenommen, um aus steuerrechtlichen Gründen eine „Mitwirkung“ der Anleger, die ein solches Gremium besetzen oder deren Zusammensetzung zumindest bestimmen, zu bewirken, da die Mitwirkungsrechte der Gesellschafter mitentscheidend für die steuerlich regelmäßig vorteilhafte Anerkennung der Mitunternehmereigenschaft i.S.d. §§ 15 ff. EStG sind. Vgl. BFH, Urt. v. 08.05.2001 – IX R 10/96, DStRE 2001, 1056 (1057); BMF, Schr. v. 05.08.2003 – IV A 6 – S 2241 – 81/03, BStBl. I (Nr. 12) v. 29.08.2003, S. 406, mit dem der Medienerlass (BMF, Schr. v. 23.02.2001 – IV A 6 – S 2241 – 8/01, BStBl. I (Nr. 4) v. 27.03.2001, S. 175) geändert und die Rechtsprechung für Immobilienfonds auch auf Filmfonds übertragen wurde; BMF, Schr. v. 20.10.2003 – IV C 3 – S 2253 a – 48/03, BStBl. I (Nr. 16) v. 21.11.2003, S. 546 (Tz. 33 ff.), unter Aufhebung bzw. teilweiser Aufhebung durch BMF, Schr. v. 29.03.2007 – IV C 6 – O 1000/07/0018, BStBl. I (Nr. 7) v. 14.05.2007, S. 369, und BMF, Schr. v. 23.04.2010 – IV A 6 – O 1000/09/10095, BStBl. I (Nr. 8) v. 26.05.2010, S. 391; zu Einzelheiten *Lüdicke*, in: *Lüdicke/Arndt, Geschlossene Fonds*, A. III., S. 80 ff.

<sup>39</sup> *Krämer*, in: *Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht*, 3. Aufl. 2011, § 8g VerkProspG Rn. 10; *Maas*, in: *Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG*, § 9 VermVerkProspV Rn. 19; *Unzicker*, *VerkProspG*, § 11 VerkProspG Rn. 27.

<sup>40</sup> BGH, Urt. v. 29.05.2000 – II ZR 280/98, juris Rn. 12; OLG München, Beschl. v. 29.07.2010 – 5 W 1562/10, juris Rn. 6; OLG München, Urt. v. 13.07.2010 – 5 U 2034/08, juris Rn. 9; OLG München, Urt. v. 14.03.2011 – 21 U 4114/10, juris Rn. 15; OLG München, Urt. v. 29.08.2008 – 25 U 3935/07, juris Rn. 24; OLG München, Urt. v. 19.08.2008 – 25 U 5752/07, juris Rn. 18 f.; OLG München, Urt. v. 03.06.2008 – 5 U 1998/08, juris Rn. 30; OLG Celle, Urt. v. 07.05.2008 – 3 U 6/08, juris Rn. 27; OLG Frankfurt, Urt. v. 15.03.2007 – 3 U 107/06, juris Rn. 2; OLG München, Urt. v. 28.06.2006 – 20 U 2018/06, juris Rn. 22; OLG Celle, Urt. v. 07.12.2006 – 8 U 149/06, juris Rn. 39; OLG Düsseldorf, Urt. v. 30.03.1995 – 6 U 275/93, juris Rn. 31, 35, 45 f., 54 f.; LG Wuppertal, Urt. v. 01.09.2010 – 3 O 293/09, juris Rn. 22; LG Berlin, Urt. v. 02.10.2009 – 4 O 8/09, juris Rn. 2; LG München I, Urt. v. 31.07.2008 – O 4765/08, juris Rn. 39; LG Bonn, Urt. v. 22.01.2008 – 3 O 261/07, juris Rn. 3, 19; LG Bochum, Urt. v. 10.05.2007 – 18 O 40/07, juris Rn. 2; LG Berlin, Urt. v. 29.07.2004 – 57 S 34/04, juris Rn. 26; AG Reinbek, Urt. v. 20.02.2008 – 5 C 228/07, juris Rn. 4, 38; KG Berlin, Urt. v. 21.03.2005 – 8 U 185/04, juris Rn. 15; FG Hamburg, Beschl. v. 14.12.2001 – V 299/99, juris Rn. 57.

<sup>41</sup> OLG Frankfurt, Urt. v. 15.03.2007 – 3 U 107/06, juris Rn. 2; „im Zeitpunkt der Prospektaufstellung“, LG Dortmund, Urt. v. 20.07.2012 – 25 O 75/11, BeckRS 2012, 20458.

<sup>42</sup> LG Wuppertal, Urt. v. 01.09.2010 – 3 O 293/09, juris Rn. 22; LG Bonn, Urt. v. 22.01.2008 – 3 O 261/07, juris Rn. 3, 19.

<sup>43</sup> OLG München, Urt. v. 14.03.2011 – 21 U 4114/10, juris Rn. 15.

<sup>44</sup> OLG Celle, Urt. v. 07.12.2006 – 8 U 149/06, juris Rn. 39.

wird<sup>45</sup>, also „wofür die Finanzmittel verwendet werden“<sup>46</sup> sollen. Zum Teil wird der Schwerpunkt des „blinden“ Elements etwas anders gelegt und zwar dahingehend, dass „Projekte bereits in Angriff genommen“<sup>47</sup>, aber im Zeitpunkt der Beteiligung noch „nicht fest und verbindlich vereinbart“<sup>48</sup> seien, also noch keine Festlegung erfolgen sollte und daher nur „formal“<sup>49</sup> auf einen Blind Pool zurückgegriffen werde<sup>50</sup>, weil zum Teil auch nur „der Vertragspartner der Fondsgesellschaft (...) noch nicht festgestanden“<sup>51</sup> habe. Auch die Investition in einen Fonds, bei dem eine Beschreibung des Projekts derart vorgenommen wird, dass lediglich feststeht, dass „Gewerbeimmobilien in einer unbekanntem Anzahl und an einem unbekanntem Ort bzw. an mehreren unbekanntem Orten in Berlin und in den fünf neuen Ländern“<sup>52</sup> erworben werden sollen, wird als Blind Pool bezeichnet.

## 2. Definitionsversuch

Insgesamt können als charakteristisch für Blind Pools folgenden Merkmale festgehalten werden:

1. Das Investitionsobjekt steht vor der Investition noch nicht fest. Konkrete Kriterien zur Auswahl der Investitionsobjekte stehen gar nicht fest oder sind nur sehr grob umschrieben.
2. Der Ermessensspielraum des Fondsmanagements hinsichtlich der Auswahl der Investitionsobjekte ist mindestens sehr weit und kann bis zu vollständiger Diskretion ohne jegliche Einschränkung hinsichtlich der Verwendung des Kapitals reichen.
3. Die Bewertbarkeit des Fonds ist nur begrenzt gegeben: Eine Bewertung des Fonds anhand konkreter Investitionsobjekte ist nicht möglich. Die Bewertung verschiebt sich von einer Bewertung des Fonds selbst hin zu einer Bewertung des verantwortlichen Fondsmanagements und ggf. vorhandener Eingrenzungskriterien.
4. Ein im Vergleich zu geschlossenen Fonds, bei denen das Investitionsobjekt vorab feststeht, anderes Chancen- und Risikoprofil: größere Chancen hinsichtlich rentabler Investitionen bei gleichzeitig größerem Risiko.

In der Vergangenheit erfolgte die Charakterisierung eines Blind Pools schwerpunktmäßig anhand des fehlenden Investitionsobjekts. Es ist zu erwarten, dass sich die Abgrenzung in Zukunft jedoch verstärkt an dem Grad des Ermessens, das dem Fondsmanagement bei der Auswahl der Investitionsobjekte

---

<sup>45</sup> OLG Celle, Urt. v. 07.12.2006 – 8 U 149/06, juris Rn. 39.

<sup>46</sup> Vgl. FG Hamburg, Beschl. v. 14.12.2001 – V 299/99, juris Rn. 57.

<sup>47</sup> OLG München, Urt. v. 29.08.2008 – 25 U 3935/07, juris Rn. 24.

<sup>48</sup> OLG München, Urt. v. 29.08.2008 – 25 U 3935/07, juris Rn. 24; OLG München, Urt. v. 19.08.2008 – 25 U 5752/07, juris Rn. 18.

<sup>49</sup> OLG München, Urt. v. 29.08.2008 – 25 U 3935/07, juris Rn. 24; OLG München, Urt. v. 19.08.2008 – 25 U 5752/07, juris Rn. 18; OLG München, Urt. v. 03.06.2008 – 5 U 1998/08, juris Rn. 30.

<sup>50</sup> Vgl. AG Reinbek, Urt. v. 20.02.2008 – 5 C 228/07, juris Rn. 4, 38; vgl. LG München I, Urt. v. 31.07.2008 – O 4765/08, juris Rn. 39.

<sup>51</sup> Vgl. OLG München, Beschl. v. 29.07.2010 – 5 W 1562/10, juris Rn. 6 sowie OLG München, Urt. v. 13.07.2010 – 5 U 2034/08, juris Rn. 9.

<sup>52</sup> OLG Celle, Urt. v. 07.05.2008 – 3 U 6/08, juris Rn. 27.

zugestanden wird, orientieren wird. Denn das Kapitalanlagegesetzbuch geht nunmehr bei geschlossenen Publikums-AIF davon aus, dass diese nicht zwangsläufig vor der Kapitaleinwerbung bereits ihre Investitionsobjekte festgelegt haben müssen (dem Verkaufsprospektgesetz und dem Vermögensanlagegesetzes lag noch ein anderes Grundmodell eines geschlossenen Fonds zugrunde). Blind Pools im herkömmlichen Sinne als Fonds ohne Anlageobjekt sind nach dem Verständnis des Kapitalanlagegesetzbuchs auch bei geschlossenen Publikums-AIF keine Besonderheit und damit auch kein allein taugliches Abgrenzungskriterium mehr. Zudem bedingen sämtliche dem Kapitalanlagegesetzbuch unterliegenden AIF ein gewisses Maß an Anlageermessen ihres Fondsmanagements (bzw. -verwalters). Der Begriff des Blind Pools wurde in der Vergangenheit oftmals entweder aufgrund der vielen negativen Beispiele verlorenen in Blind Pools investierten Kapitals<sup>53</sup> stigmatisierend benutzt oder (aus Anbieter-sicht) um auf die hohen Risiken, die mit einer solchen Investition einhergehen können, hinzuweisen. Mit dem grundsätzlichen Ermessensspielraum geht nach dem Kapitalanlagegesetzbuch nunmehr auch eine entsprechende Regulierung der Verwalter einher. Daher ist zu erwarten, dass die Stigmatisierung des Begriffs abnehmen wird. Möglicherweise wird sich die (diskreditierende) Verwendung der Bezeichnung „Blind Pool“ im Bereich geschlossener Fonds auf solche Fonds beschränken, bei denen nicht nur noch keine Festlegung des Investitionsobjekts vor Einwerbung des Kapitals vorgenommen worden ist, sondern zudem das Anlageermessen des Fondsmanagements derart umfangreich ist und über ein „übliches Maß“ hinausgeht, dass der Fonds insgesamt nur noch professionellen und semiprofessionellen Anlegern offen steht.

Sofern der Begriff nicht nur deskriptiv verwendet, sondern mit ihm auch eine Warnfunktion verbunden sein soll, geht aufgrund der Vielfältigkeit der Ausgestaltungen von Blind Pools von dem Begriff selbst kein besonderes Charakteristikum mehr aus. Für die Zwecke dieser Arbeit sollen die unterschiedlichen Ausgestaltungen von Blind Pools wie folgt zusammengefasst und unterschieden werden:

*Soft Blind Pool:* Diese Begrifflichkeit soll einen Fonds bzw. AIF bezeichnen, bei dem das konkrete Anlageobjekt zum Zeitpunkt der Kapitaleinwerbung zwar noch nicht vertraglich gebunden (beispielsweise der tatsächliche Kauf der Immobilie noch aussteht), jedoch bereits bestimmt ist. Dies kann z.B. daran liegen, dass parallele Verhandlungen mit Zielobjekten statt- und sich diese in finalen Stadien befinden. Da über diese (ggf. alternativen) Objekte in den Verkaufsdokumenten bereits konkret informiert wird, ist ein etwaig vorhandenes Ermessen im Hinblick auf die Auswahl der Investitionsobjekte nicht von Relevanz. Eine Beurteilung der Investition, insbesondere eine Risikoeinschätzung ist möglich (ggf. im Hinblick auf mehrere potentielle Anlageobjekte); spezifische Risikoaspekte im Verhältnis zu anderen geschlossenen Fonds liegen nicht vor. Diese Struktur wird zwar z.T. noch als Blind Pool bezeichnet; es handelt jedoch eigentlich nicht, allenfalls formal (mangels vertraglicher Festlegung), um einen Blind Pool<sup>54</sup>.

---

<sup>53</sup> Schäden durch Kapitalanlagen am Grauen Kapitalmarkt werden zwischen EUR 20 und 40 Mrd. pro Jahr geschätzt, *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 54 f.

<sup>54</sup> Vgl. *Weitnauer*, HB Venture Capital, B. II Rn. 65, S. 82.

*Regulärer Blind Pool:* Das Anlageobjekt steht zwar noch nicht fest. Das Fondsmanagement ist aber durch relativ eng eingegrenzte Kriterien bei der Auswahl der Investitionsobjekte in seinem Ermessen eingeschränkt. Anhand der Investitionskriterien (Festlegung auf bestimmte Assetklassen, geografische oder nach bestimmten Kennzahlen erfolgende Eingrenzungen) kann eine Auswahl an Anlageobjekten konkretisiert werden, die eine Informationsbasis für die Bewertbarkeit des Fonds ermöglicht. Die Risiken aufgrund der Diskretion der Fondsmanager sind moderat gegenüber bereits festgelegten Fonds erhöht.

*Black Blind Pool:* Das Anlageobjekt steht noch nicht fest. Es sind zusätzlich keinerlei Investitionskriterien für das Fondsmanagement vorgegeben, nach denen sich die Auswahl der Investitionsobjekte zu richten hat. Kapital wird eingeworben, ohne dass der potentielle Anleger darüber informiert werden kann, wozu sein Kapital später investiert werden wird. Auch soll mit einem Black Blind Pool ein Fonds bezeichnet werden, bei dem zwar grobe Kriterien angegeben werden, diese aber faktisch nicht zu einer Einschränkung des Fondsmanagements bei der Auswahl der Anlageobjekte führen. Hier wird oftmals eine Ermessenseinschränkung nur suggeriert, im Ergebnis aber keine Eingrenzung von Investitionsobjekten ermöglicht, sodass tatsächlich keine konkreten Informationen vorliegen und keine Bewertbarkeit des Fonds ermöglicht wird. Die Risiken hierbei sind verhältnismäßig hoch. Auch der vom Gesetzgeber in der Begründung zum Kapitalanlagegesetzbuch verwandte Terminus des „reinen“ Blind Pools ist in dieser Kategorie zu verorten<sup>55</sup>.

Der Begriff Blind Pool sollte an sich eigentlich nur in Bezug auf Black Blind Pools verwendet werden, da sich hauptsächlich hierbei besondere Risiken und spezifische Probleme im Verhältnis zu üblichen Objektfonds im Bereich geschlossener Fonds ergeben. Aus diesem Grund sind daher auch vornehmlich Black Blind Pools von Interesse für die nachfolgende Untersuchung; hier sind Kollisionen mit gesetzlichen Vorgaben vorprogrammiert und die Konstellation dadurch besonders interessant.

## II. Geschlossene Fonds

### 1. Geschlossene Fonds vor dem Kapitalanlagegesetzbuch

Der Begriff des Fonds ist gesetzlich nicht definiert und terminologisch unscharf<sup>56</sup>. Fonds werden allgemein als Kapitalsammelstellen, die als Vehikel zur Investition in hochpreisige Wirtschaftsgüter dienen, verstanden<sup>57</sup>. Der Zweck von Fonds stellt sich als die Bündelung von Investoren, ihrer Interessen und ihres Kapitals unter Nutzung des Fonds als Instrument zur Abschirmung und Einschränkung der Haftungsrisiken, die sich aus den Anlageobjekten ergeben können, dar<sup>58</sup>. Der Begriff des geschlossenen

---

<sup>55</sup> Näheres unter 4. Teil Bl2a)(1).

<sup>56</sup> *Zetzsche*, ZVglRWiss 2012, 371 (371).

<sup>57</sup> *Bost/Halfpap*, in: Lüdicke/Arndt, Geschlossene Fonds, A. II., S. 5; *Maas*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 8f VerkProspG Rn. 78; *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 34.

<sup>58</sup> *Weiser/Hüwel*, BB 2013, 1091 (1091); *Maas*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 8f VerkProspG Rn. 78.

Fonds beschreibt eine Typisierung bestimmter Anlagemodelle, konnte aber bislang mangels gesetzlicher Definition nur wertend ausgefüllt werden<sup>59</sup>. Der Markt für geschlossene Fonds ist sehr heterogen, was an der Fülle der Gestaltungen liegt (unterschiedliche Fondskonstruktionen, Anlageobjekte, steuerliche Modelle, Vertriebsstrukturen etc.)<sup>60</sup>.

Die Kapitaleinwerbungsphase ist bei geschlossenen Fonds in der Regel zeitlich begrenzt und auf ein bestimmtes Volumen beschränkt<sup>61</sup>, weil das Kapital zumeist für einzelne, bestimmte Projekte genutzt werden soll, für die der entsprechende Volumenbedarf grob feststeht und regelmäßig eine Bindung an zeitliche Abläufe besteht<sup>62</sup>. Nach der Einwerbungsphase werden die Fonds „geschlossen“ und keine neuen Anleger mehr aufgenommen<sup>63</sup>. Die Anleger binden sich an den geschlossenen Fonds so lange, wie es die Fondslaufzeit vorsieht (in der Regel acht bis zwölf Jahre, bei Infrastrukturfonds auch länger<sup>64</sup>) oder bis der Fonds durch einen Gesellschafterbeschluss aufgelöst wird<sup>65</sup>. Geschlossene Fonds sind im Wesentlichen durch die einmalige Ausgabe einer bestimmten Anzahl von Anteilen und die fehlende Verpflichtung zur Rücknahme der Anteile gekennzeichnet<sup>66</sup>. Eine fest stehende Gemeinschaft von Anlegern bindet ihr Kapital über einen längeren Zeitraum<sup>67</sup>. In der Regel erfolgt die Investition des akquirierten Kapitals in einzelne oder mehrere wenige Anlageobjekte, die von Immobilien über Medien, jegliche Art von Transportmitteln (Schiffe, Flugzeuge), Energieerzeugungsanlagen (Biogas-, Solar- oder Windkraftanlagen) bis hin zu neuen Technologien (Nanotechnologie) reichen<sup>68</sup>. Immobilien stellen dabei das klassischste Investitionsobjekt dar und sind mit Abstand das platzierungsstärkste Segment<sup>69</sup>. Eine Risikodiversifikation durch die Investition in verschiedene Objekte fand in Abgrenzung zu offenen Fonds

---

<sup>59</sup> *Maas*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 8f VerkProspG Rn. 85; vgl. *Zwissler*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, HB Kapitalmarktinformation, § 8 Rn. 17.

<sup>60</sup> *Jäger/Maas/Renz*, CCZ 2014, 63 (73).

<sup>61</sup> *Hartrott/Goller*, BB 2013, 1603 (1605); *Moritz/Grimm*, BB 2004, 1352 (1352 f.); *B. Müller*, in: Saenger/Aderhold/Lenkaitis/Speckmann, Handels- und Gesellschaftsrecht, § 16 F. Rn. 145; *Sagasser/Schlösser*, in: Assmann/Schütze, HB Kapitalanlagerecht, § 26 Rn. 258.

<sup>62</sup> *Maas*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 8f VerkProspG Rn. 85, 88.

<sup>63</sup> *Tator*, in: Moritz, HB Finanz- und Vermögensberatung, S. 167 (168); *Hartrott/Goller*, BB 2013, 1603 (1605); *Hennrichs*, in: Schwark/Zimmer, KMR, § 8f VerkProspG Rn. 6.

<sup>64</sup> *Mardini*, DB0670812 v. 26.09.2014.

<sup>65</sup> Vgl. *van Kann/Redeker/Keiluweit*, DStR 2013, 1483 (1485).

<sup>66</sup> *Fischer*, Die Investmentaktiengesellschaft aus aufsichtsrechtlicher und gesellschaftsrechtlicher Perspektive, 1. Kap., S. 10; vgl. *Sester*, ZBB 2008, 369 (378 f.).

<sup>67</sup> *Bußalb/Unzicker*, BKR 2012, 309 (309); *Kramer/Recknagel*, DB 2011, 2077 (2077); *Sagasser/Schlösser*, in: Assmann/Schütze, HB Kapitalanlagerecht, § 26 Rn. 259.

<sup>68</sup> *Lüdicke*, in: Lüdicke/Arndt, Geschlossene Fonds, A. I., S. 1; *Maas*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 8f VerkProspG Rn. 86; einen Überblick über die Chancen und Risiken von Immobilien-, Medien-, Windpark- und Schiffsfonds geben auch *Prümm/Alms*, in: Moritz, HB Finanz- und Vermögensberatung, S. 151 (154 ff.).

<sup>69</sup> *Lüdicke*, in: Lüdicke/Arndt, Geschlossene Fonds, A. I., S. 3; Verband geschlossene Fonds (VGF), VGF Branchenzahlen Geschlossene Fonds 2012, S. 11 ff.

bislang grundsätzlich nicht statt<sup>70</sup>, sondern gerade die Konzentration auf ein bestimmtes Projekt<sup>71</sup>. Bislang erfolgte die Auflegung geschlossener Fonds typischerweise als Personengesellschaft (hauptsächlich als (Publikums-) Kommanditgesellschaft in der Ausgestaltung der GmbH & Co. KG)<sup>72</sup>. Vor allem wegen der steuerlichen Transparenz haben sich Personengesellschaften am Markt geschlossener Fonds etabliert<sup>73</sup>. Allerdings sind geschlossene Fonds dadurch nur gering bis gar nicht fungibel<sup>74</sup> und ihre Handelbarkeit ist eingeschränkt<sup>75</sup>. Aufgrund der fehlenden aktientypischen Vertretbarkeit und der fehlenden Zirkulationsfähigkeit sind Anteile an Produkten des Grauen Kapitalmarkts schwer handelbar<sup>76</sup>, was auch daran liegt, dass ein organisierter Sekundärmarkt, der dem bei Wertpapieren vergleichbar wäre, nicht existiert (insbesondere im Hinblick auf ein vergleichbares Niveau bei den finanziellen Abschlägen, die in Kauf genommen werden müssen und die die Fungibilität stark einschränken können)<sup>77</sup>. Andere nationale Rechtsformen als die Kommanditgesellschaft haben sich am deutschen Markt

---

<sup>70</sup> *Lüdicke*, in: *Lüdicke/Arndt*, *Geschlossene Fonds*, A. I., S. 1; *Maas*, in: *Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb*, *WpPG/VerkProspG*, § 8f *VerkProspG* Rn. 86.

<sup>71</sup> *Heisterhagen/Kleinert*, *DStR* 2004, 507 (509); *Reiter*, in: *Kümpel/Wittig*, *Bank- und Kapitalmarktrecht*, 9. Teil Rn. 9.25, S. 1205.

<sup>72</sup> *Wetzig*, *Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch*, S. 36 ff.; *Wallach*, *ZGR* 2014, 289 (303); *Koch*, in: *Möllers/Kloyer*, *KAGB Tagungsband*, S. 111 (113 Rn. 265); *Fischer/Friedrich*, *ZBB* 2013, 153 (160); *Schilling*, in: *Staub*, *Großkomm. HGB*, Anh. § 161 Rn. 2; *Haar*, in: *Grundmann u.a.*, *Festschrift Hopt*, S. 1865 (1870); vgl. *Niewerth/Rybarz*, *WM* 2013, 1154 (1158); *Hennrichs*, in: *Schwark/Zimmer*, *KMR*, § 8g *VerkProspG* Rn. 6; *Schücking*, in: *Gummert/Weipert*, *MüHB Gesellschaftsrecht I*, § 4 Rn. 51 ff.; *Nobbe*, *WM* 2013, 193 (193); *Deppe*, in: *Theewen*, *Bank- und Kapitalmarktrecht*, S. 589 (595 Rn. 229); vgl. *Schmidt*, *Gesellschaftsrecht*, § 57 I. 2. a), S. 1667 f.

<sup>73</sup> *Bost/Halfpap*, in: *Lüdicke/Arndt*, *Geschlossene Fonds*, A. II., S. 6; *Zetzsche*, *ZVglRWiss* 2012, 371 (376); vgl. *Freitag*, *NZG* 2013, 329 (329); vgl. *B. Müller*, in: *Saenger/Aderhold/Lenkaitis/Speckmann*, *Handels- und Gesellschaftsrecht*, § 16 F. Rn. 146; *Sagasser/Schlösser*, in: *Assmann/Schütze*, *HB Kapitalanlage recht*, § 26 Rn. 260; vgl. *Schiefer*, *DStR* 1997, 119 (120).

<sup>74</sup> *Koch*, in: *Möllers/Kloyer*, *KAGB Tagungsband*, S. 111 (115 Rn. 269); die mangelnde Fungibilität liegt unter anderem auch an der in vielen Gesellschaftsverträgen vorgesehenen Vinkulierung der Anteile, *Heisterhagen/Kleinert*, *DStR* 2004, 507 (510),

<sup>75</sup> *Voß*, in: *Arndt/Voß*, *VerkProspG*, § 8f *VerkProspG* Rn. 43 ff.; *Ritz/Zeising*, in: *Just/Voß/Ritz/Zeising*, *WpPG*, § 2 Rn. 39 f.; *B. Müller*, in: *Saenger/Aderhold/Lenkaitis/Speckmann*, *Handels- und Gesellschaftsrecht*, § 16 F. Rn. 139; auch die Begründung zum Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrecht konstatiert die „meist nicht vorhandene[n] Fungibilität von Vermögensanlagen“, *RegBegr. FinAnIV- und VermAnIG*, BT-Drs. 17/6051 v. 06.06.2011, S. 36; *RegBegr. Prospektrichtlinie-UmsG* (Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 04.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz) v. 22.06.2005, BGBl. I (Nr. 36) v. 27.06.2005, S. 1698 ff.), BT-Drs. 15/4999 v. 03.03.2005, S. 28; *Spindler/Kasten*, *WM* 2007, 1245 (1246); vgl. *Spindler/Kasten*, *WM* 2006, 1749 (1251). Ebenso fehlt es bei GmbH-Anteilen an der praktischen Fungibilität, *Hommelhoff*, *ZHR* 153, 181 (183 Fn. 4); *Claussen*, *ZHR* 153, 216 (225 f., 230).

<sup>76</sup> Vertiefend zur Frage der Qualifikation geschlossener Fonds als Wertpapiere *Voß*, *BKR* 2007, 45.

<sup>77</sup> *Lenenbach*, *KMR*, § 2 Rn. 2.267 f., S. 144 f.; *B. Müller*, in: *Saenger/Aderhold/Lenkaitis/Speckmann*, *Handels- und Gesellschaftsrecht*, § 16 F. Rn. 139, 146; vgl. *Carlé*, *ErbStB* 2014, 233 (233). Für Geschlossene Fonds haben sich inzwischen der Sekundärmarkt der Deutsche Sekundärmarkt GmbH ([www.dsm.de](http://www.dsm.de)) und die von den Börsen Hamburg, Hannover und München betriebene Fondsbörse Deutschland Beteiligungsmakler AG etabliert ([www.zweitmarkt.de](http://www.zweitmarkt.de)). Eine Darstellung der verschiedenen Ausprägungen von Zweitmärkten erfolgt durch *Maas*, in: *Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb*, *WpPG/VerkProspG*, § 8f *VerkProspG* Rn. 188 ff. Zur neueren Entwicklung des Zweitmarkthandels, *Ledermann/Marxsen*, in: *Renz/Jäger/Maas*, *Compliance für geschlossene Fonds*, S. 165 (165 ff.). Explizit zur fehlenden Handelbarkeit mangels Vergleichbarkeit und mangels Standardisierung bezüglich Anteilen an geschlossenen Fonds *RegBegr. FRUG*, BT-Drs. 16/4028 v. 12.01.2007, S. 54.

nicht durchsetzen können<sup>78</sup>. Geschlossene Fonds wurden wegen der mangelnden Qualifikation als Wertpapiere<sup>79</sup> bislang grundsätzlich über das Verkaufsprospektgesetz bzw. Vermögensanlagegesetz reguliert<sup>80</sup>.

Von geschlossenen Fonds sind offene Fonds zu unterscheiden. Für diese galt bis zum Inkrafttreten des Kapitalanlagegesetzbuchs das Investmentgesetz<sup>81</sup>. Die Investition in offene Fonds ist grundsätzlich zeitlich unbegrenzt (der Fonds wird nicht nach der Kapitalakquisition einer bestimmten Menge „geschlossen“<sup>83</sup>), da gerade keine Beschränkung auf einzelne Investitionsobjekte wie bei geschlossenen Fonds vorgenommen wird<sup>84</sup>, sodass der nachgefragte Kapitalbetrag grundsätzlich der Höhe nach unbegrenzt ist<sup>85</sup> und der Fonds fortlaufend in weitere Assets investiert<sup>86</sup>. Vor allem ist das Recht zur Rückgabe der Anteile charakteristisch für offene Fonds (sog. Open-End-Prinzip<sup>87</sup>) sowie die Risikodiversifikation bei den Investitionen<sup>88</sup>. Offene Fonds finden sich nun als offene Investmentvermögen (OGAW und offene AIF) im Kapitalanlagegesetzbuch.

## 2. Geschlossene Alternative Investmentfonds

Durch das Kapitalanlagegesetzbuch ist nun erstmals eine gesetzliche Definition offener und geschlossener „Fonds“ normiert worden. Kapitalsammelstellen, die bisher als geschlossene Fonds verstanden

---

<sup>78</sup> *Kramer/Recknagel*, DB 2011, 2077 (2077).

<sup>79</sup> *Kind/Haag*, DStR 2010, 1526 (1527); *Voß*, BKR 2007, 45 (54); *Koch*, WM 2014, 433 (434).

<sup>80</sup> Dies galt nur, sofern die Anteile an geschlossenen Fonds nicht verbrieft waren. An der Verbriefung und damit der Qualifizierung als Wertpapiere fehlte es regelmäßig, da geschlossene Fonds typischerweise als Kommanditgesellschaften aufgelegt worden sind. Daher unterfielen diese Anteile in aller Regel nicht dem Wertpapierprospektgesetz.

<sup>81</sup> Investmentgesetz (InvG) v. 15.12.2003, BGBl. I (Nr. 62) v. 19.12.2003, S. 2676 ff., das zuletzt durch Art. 2 AIFM-UmsG v. 04.07.2013, BGBl. I (Nr. 35) v. 10.07.2013, S. 1981 ff., geändert und durch Art. 2a desselben Gesetzes aufgehoben worden ist.

<sup>82</sup> *Reiter*, in: *Kümpel/Wittig*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 9. Teil Rn. 9.18, S. 1203; vgl. auch *Canaris*, Bankvertragsrecht, S. 1141 Anm. 1094 f. zur Funktion des Investmentgeschäfts (noch zum KAGG).

<sup>83</sup> Auch im Rahmen des Investmentgesetzes folgte bis zum Investmentänderungsgesetz (Gesetz zur Änderung des Investmentgesetzes und zur Anpassung anderer Vorschriften v. 21.12.2007, BGBl. I (Nr. 68) v. 27.12.2007, S. 3089 ff.) die Investmentaktiengesellschaft dem Closed-End-Prinzip. Sie ist jedoch nach neuer Rechtslage ebenfalls als offener Fonds ausgestaltet, *Lenenbach*, KMR, § 14 Rn. 14.51, S. 1434.

<sup>84</sup> *Sagasser/Schlösser*, in: *Assmann/Schütze*, HB Kapitalanlagerecht, § 26 Rn. 259.

<sup>85</sup> *Reiter*, in: *Kümpel/Wittig*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 9. Teil Rn. 9.53, S. 1213; *Bödecker*, in: *Albrecht/Karahan/Lenenbach*, FA-HB Bank- und Kapitalmarktrecht, Teil 4 § 45 C. Rn. 25, S. 1965.

<sup>86</sup> *Reuter*, WM 2009, 2057 (2059).

<sup>87</sup> Vgl. *Schödermeier/Baltzer*, in: *Brinkhaus/Scherer*, KAGG/AuslInvestmG, I § 11 KAGG Rn. 5 sowie *Pfüller*, in: *Brinkhaus/Scherer*, KAGG/AuslInvestmG, II § 2 AuslInvestmG Rn. 64; *Baur*, Investmentgesetze, Einl. I Rn. 80, zur Abgrenzung von geschlossenen Fonds Rn. 76 ff.; *Carl/Förster*, Das Recht der Investmentfonds, A., S. 4.

<sup>88</sup> § 1 S. 2 InvG; *Paul*, in: *Bankrechtstag 2011, Stärkung des Anlegerschutzes*, S. 31 (33); *Einsele*, AG 2011, 141 (141).

worden sind, sind nunmehr gesetzlich definiert unter dem Begriff des geschlossenen Alternativen Investmentfonds (AIF)<sup>89</sup>. Dabei findet sich der allgemein genutzte Begriff des Fonds nun in dem gesetzlichen Terminus des Investmentvermögens wieder. Dieses wird gemäß § 1 Abs. 1 S. 1 KAGB definiert als jeder Organismus für gemeinsame Anlagen, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren und der kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors ist. Der Organismus stellt das Vehikel dar, in dem das eingesammelte Kapital der Anleger „gepoolt“ wird<sup>90</sup>. Bei Investmentvermögen sind nun Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) (§ 1 Abs. 2 KAGB) sowie Alternative Investmentfonds (AIF) zu unterscheiden. Dabei werden AIF negativ definiert als solche Investmentvermögen, die keine OGAW sind, § 1 Abs. 3 KAGB. Geschlossene AIF werden in § 1 Abs. 5 KAGB wiederum negativ definiert als solche, die keine offenen AIF sind<sup>91</sup>. Die Abgrenzung zwischen offenen und geschlossenen AIF richtete sich nach der ersten Fassung des Kapitalanlagegesetzbuches danach, ob die Anleger oder Aktionäre mindestens einmal pro Jahr das Recht zur Rückgabe gegen Auszahlung ihrer Anteile oder Aktien aus dem AIF hatten<sup>92</sup>, § 1 Abs. 4 Nr. 2 KAGB a.F.<sup>93</sup>. Nunmehr qualifizieren sich offene AIF dadurch, dass deren Anteile vor Beginn der Liquidations- oder Auslaufphase auf Ersuchen eines Anteilseigners direkt oder indirekt aus dem Vermögenswerten des AIF (nach den Verfahren und mit der Häufigkeit, die in den Vertragsbedingungen oder der Satzung, dem Prospekt oder dem Emissionsunterlagen) zurückgekauft oder zurückgenommen werden, § 1 Abs. 4 Nr. 2 KAGB i.V.m. Art. 1 Abs. 2 der VO (EU) Nr. 694/2014<sup>94</sup>. Es kommt also nur noch darauf an, dass überhaupt ein Recht zur Rückgabe besteht,<sup>95</sup> unabhängig davon, ob die Anteile des AIF auf dem Sekundärmarkt gehandelt werden können<sup>96</sup>. Dabei werden Mindesthaltedauern und die Möglichkeit der Aussetzung oder Beschränkung der Rücknahme nicht berücksichtigt.

Die Definition konzentriert sich auf den Aspekt der Ausgestaltung der Beteiligung als abgrenzendes Kriterium. Die Art der Investitionen (eher physische Anlageobjekte oder eher Finanzinstrumente) wird

---

<sup>89</sup> Vgl. *Zwissler*, in: Habersack/Mülbert/Schlit, HB Kapitalmarktinformation, § 8 Rn. 132; vgl. *Escher*, in: Habersack/Mülbert/Nobbe/Wittig, Bankenregulierung, Insolvenzrecht, Kapitalanlagegesetzbuch, Honorarberatung, S. 123 (124); *Grünke*, Die Bank 2014, 58 (58); *Bußian/Kille*, WPg 2014, 837 (837).

<sup>90</sup> BaFin, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des "Investmentvermögens" v. 14.06.2013, zuletzt geändert am 10.12.2014, I.1.

<sup>91</sup> *Klebeck/Kolbe*, BB 2014, 707 (708).

<sup>92</sup> *Fischer/Friedrich*, ZBB 2013, 153 (154); *Klebeck/Kolbe*, BB 2014, 707 (708).

<sup>93</sup> § 1 Abs. 4 KAGB a.F. orientierte sich an der von der ESMA entwickelten Abgrenzung zwischen offenen und geschlossenen Fonds (2013/ESMA/1119 v. 13.08.2013, S. 8), RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 201. Nach erheblicher Kritik der EU-Kommission entwickelte ESMA eine neue Abgrenzung, nach der die jährliche Rückgabemöglichkeit keine Rolle mehr spielen sollte, *Escher*, in: Habersack/Mülbert/Nobbe/Wittig, Bankenregulierung, Insolvenzrecht, Kapitalanlagegesetzbuch, Honorarberatung, S. 123 (128); *Klebeck/Kolbe*, BB 2014, 707 (708).

<sup>94</sup> Delegierte Verordnung (EU) Nr. 694/2014 der Kommission v. 17.12.2013 zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf technische Regulierungsstandards zur Bestimmung der Arten von Verwaltern alternativer Investmentfonds, Abl. L 138 v. 24.6.2014, S. 18 ff.

<sup>95</sup> Eingehend *Geurts/Schubert*, WM 2014, 2154 (2155 f.).

<sup>96</sup> Erwägungsgrund Nr. 4 VO (EU) Nr. 694/2014, Abl. L 183 v. 24.06.2014, S. 18.

im Rahmen der Abgrenzung außer Betracht gelassen. Auch das Abgrenzungskriterium fehlender Risikodiversifizierung hat seit dem Kapitalanlagegesetzbuch eine geringere Aussagekraft. Damit nahm der Normgeber die Tendenz zur Investition in zumindest einige wenige Objekte (nicht mehr nur ein einzelnes Objekt), die sich im Bereich geschlossener Fonds bereits andeutete, auf<sup>97</sup>. Auch geschlossene AIF müssen nun grundsätzlich nach dem Grundsatz der Risikomischung investieren, § 262 KAGB<sup>98</sup>. Das bedeutet, dass sie entweder in mindestens drei Sachwerte investieren müssen oder die Streuung des Ausfallrisikos bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise gewährleistet ist, § 262 Abs. 1 S. 2 Nrn. 1 und 2 KAGB<sup>99</sup>. Aufgrund dieser Diversifizierung sollen die Risiken innerhalb einer Kategorie von Investitionen ausgeglichen werden und Schwankungen und gleichzeitig von Entwicklungen auf unterschiedlichen Märkten profitiert werden<sup>100</sup>. Das Kapitalanlagegesetzbuch sieht für die gesellschaftsrechtliche Strukturierung geschlossener Investmentvermögen auch nur noch zwei Rechtsformen vor: die der Investmentkommanditgesellschaft und die der Investmentaktiengesellschaft<sup>101</sup>. Zu beobachten wird sein, ob die Investmentaktiengesellschaft als Form geschlossener AIF überhaupt genutzt werden wird<sup>102</sup>. Dies kann aufgrund der steuerlichen Nachteile bei körperschaftlich organisierten (Kapital-) Investitionsgesellschaften nach dem Investmentsteuergesetz<sup>103</sup> bezweifelt werden<sup>104</sup>.

Auch wenn der Praxisterminus des geschlossenen Fonds seit der Geltung des Kapitalanlagegesetzbuchs legislativ durch den Begriff des geschlossenen AIF ersetzt worden ist, bleibt abzuwarten, ob und wie schnell sich die Praxis von dem Begriff des Fonds verabschieden wird<sup>105</sup>. Im Rahmen der Untersuchung des Verkaufsprospektgesetzes und des Vermögensanlagegesetzes wird der bisher gebräuchliche Begriff des Fonds verwendet.

---

<sup>97</sup> Vgl. *Heisterhagen/Kleinert*, DStR 2004, 507 (509).

<sup>98</sup> Dies gilt nur für geschlossene Publikums-AIF; RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 271; *Jäger/Maas/Renz*, ZfgK 2014, 64 (65); *Servatius*, ZfIR 2014, 134 (137); der Grundsatz der Risikomischung wird allerdings voraussichtlich zu einer Verschiebung der Anlegerklassen führen und das Angebot von AIF mit der Möglichkeit, bereits geringere Summen zu investieren, verringern, *Voigt*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 61 (76 Rn. 174).

<sup>99</sup> *Hübner*, WM 2014, 106 (110).

<sup>100</sup> *Heisterhagen/Kleinert*, DStR 2004, 507 (509).

<sup>101</sup> *Niewerth/Rybarz*, WM 2013, 1154 (1158); ausführlich zu den beiden neuen Rechtsformen *Fischer/Friedrich*, ZBB 2013, 153 (157 ff.).

<sup>102</sup> *Bäumli*, FR 2013, 640 (646) spricht bereits von praktischer Bedeutungslosigkeit. Die Personengesellschaft und damit die Investmentkommanditgesellschaft wird auch in Zukunft das bevorzugte Vehikel für die Auflage geschlossener Fonds sein, *Fischer/Friedrich*, ZBB 2013, 153 (153); vgl. *Wallach*, ZGR 2014, 289 (327). Die Investmentaktiengesellschaft war als Rechtsform im aufgehobenen Investmentgesetz normiert (§§ 2 Abs. 5, 96 ff. InvG).

<sup>103</sup> Investmentsteuergesetz (InvStG) v. 15.12.2003, BGBl. I (Nr. 62) v. 19.12.2003, S. 2676 (2724 ff.), das zuletzt durch Art. 13 des Gesetzes zur Anpassung des nationalen Steuerrechts an den Beitritt Kroatiens zur EU und zur Änderung weiterer steuerlicher Vorschriften v. 25.07.2014, BGBl. I (Nr. 36) v. 30.07.2014, S. 1266 (1290) geändert worden ist.

<sup>104</sup> Vgl. *Bujotzek*, DB0605832 v. 06.08.2013; vgl. *Elser/Stadler*, DStR 2014, 233 (237); vgl. *Ronig/Geiermann*, StBW 2014, 264 (265 f.).

<sup>105</sup> So wird auch in der aktuellen Literatur vielfach immer noch der gebräuchliche Begriff des Fonds verwandt, bspw. *Jäger/Maas/Renz*, CCZ 2014, 63,

## 2. Teil Die Prospekterstellung von Blind Pools nach dem Verkaufsprospektgesetz

Im Jahre 2005 wurden geschlossene Fonds erstmalig einer Regulierung zugeführt, indem eine grundsätzliche Prospektspflicht für sämtliche geschlossenen Fonds eingeführt wurde<sup>106</sup>. Dabei wurden umfassende Anforderungen bezüglich der Informationspflichten, die über die angebotene Vermögensanlage zu erteilen waren, aufgestellt. Die Prospekterstellung für Blind Pool-Fonds warf Probleme auf, da viele Prospektangabepflichteten sich nach dem Anlageobjekt, in das der Fonds investieren sollte, richteten. In Bezug auf Blind Pools stellte sich daher die Frage, welche Auswirkungen das Fehlen eines Investitionsobjekts auf die Anforderungen, die im Rahmen der Kapitaleinwerbung nach dem Verkaufsprospektgesetz erfüllt werden mussten, hatte.

### A. Die erstmalige Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch das Verkaufsprospektgesetz

Der deutsche Kapitalmarkt unterteilte sich bis zum Jahr 2005 in einen regulierten „weißen“ Markt<sup>107</sup> sowie einen weitestgehend unregulierten „Grauen Kapitalmarkt“<sup>108</sup>, dessen Produkte keiner bzw. keiner spezialgesetzlichen Regulierung unterlagen<sup>109</sup>. Das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes<sup>110</sup> führte zum 1. Juli 2005 durch die Änderung des Verkaufsprospektgesetzes<sup>111</sup> die Prospektspflicht für nicht in Wertpapieren verbriefte Anlageformen des Grauen Kapitalmarktes ein<sup>112</sup>. Dadurch sollte der Anlegerschutz im Bereich der Kapitalmarktinformationen und der Schutz vor unzulässigen Marktpraktiken verbessert werden und das Vertrauen der Anleger in die Richtigkeit von Kapitalmarktinformationen

---

<sup>106</sup> Die Ausführungen im 2. Teil nehmen Bezug auf das Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz (Verkaufsprospektgesetz – VerkProspG) i.d.F. der Bekanntmachung vom 09.09.1998, BGBl. I (Nr. 62) v. 17.09.1998, S. 2701 ff., das zuletzt durch Art. 8 FRUG v. 16.07.2007, BGBl. I (Nr. 31) v. 19.07.2007, S. 1330 ff., geändert worden ist, sowie auf die Verordnung über Vermögensanlagen-Verkaufsprospekte (Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung – VermVerkProspV) i.d.F.v. 16.12.2004, BGBl. I (Nr. 69) v. 20.12.2004, S. 3464 ff., also nicht in der durch das FinAnIV- und VermAnIG geänderten Fassung.

<sup>107</sup> *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 28 ff.

<sup>108</sup> *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 31 ff.; eine eingehende Darstellung der Historie erfolgt durch *Arndt/Voß*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, Einl. vor § 1 Rn. 13 ff.

<sup>109</sup> *Groß*, in: *Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn*, HGB, § 8k VerkProspG Rn. IX800. Dass der Bereich der sonstigen Vermögensanlagen bis dahin nicht reguliert war, liegt an der deutschen Besonderheit, dass Vermögensanlagen in einerseits in Anlageformen, die in Wertpapieren verbrieft sind, und andererseits in Anlageformen, die nicht in Wertpapieren verbrieft sind („sonstige Vermögensanlagen“) und den Grauen Kapitalmarkt beherrschten, unterteilt wurden, vgl. *Assmann*, in: *Assmann/Lenz/Ritz*, VerkProspG, Einl. VerkProspG Rn. 5; vgl. *Zimmer/Cloppenburg*, ZHR 171, 519 (520, auch Fn. 5). Diese Unterteilung ist in dieser Form sonst nur in Österreich zu finden, *Arndt/Voß*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, Einl. vor § 1 VerkProspG Rn. 4; *Fleischer*, BKR 2004, 339 (339).

<sup>110</sup> Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) v. 28.10.2004, BGBl. I (Nr. 56) v. 29.10.2004, S. 2630 ff.

<sup>111</sup> Bis zu diesem Zeitpunkt war das Verkaufsprospektgesetz nur auf Wertpapiere anwendbar, *Heisterhagen*, DStR 2004, 1089 (1089).

<sup>112</sup> *Groß*, in: *Ebenroth/Boujong/Joost/Strohn*, HGB, § 8k VerkProspG Rn. IX800.

gestärkt werden<sup>113</sup>, was insbesondere durch größere Produkttransparenz geschehen sollte<sup>114</sup>. Mit der Prospektpflicht für den Grauen Kapitalmarkt sollten dem Erwerber die Angaben zur Verfügung gestellt werden, die notwendig sind, um Risiken und Chancen des jeweiligen Produkts abwägen zu können<sup>115</sup>, und die er für eine sinnvolle und fundierte Anlageentscheidung benötigt, in Bereichen, in denen er sie sich ohne eine Prospektpflicht nicht mit zumutbaren Mitteln verschaffen konnte<sup>116</sup>. Ziel des Prospekts sollte sein, dass der Erwerber mit den umfassenden Informationen in der Lage sein konnte, sowohl den Emittenten als auch die Vermögensanlage zutreffend einzuschätzen, um entsprechend informiert seine Anlageentscheidung sinnvoll treffen zu können<sup>117</sup>.

Vor der Einführung der Prospektpflicht für die Anlageinstrumente des Grauen Kapitalmarkts wurden diese lediglich durch vereinzelte gewerbe- bzw. (bank-) aufsichtsrechtliche Vorschriften sowie durch ein richterrechtlich begründetes Haftungsrecht erfasst<sup>118</sup>. Eine gesetzliche Prospektpflicht ergab sich daher nur faktisch vor dem Hintergrund der Anforderungen durch die Judikatur<sup>119</sup>. Obwohl mit der Regulierung insbesondere geschlossener Fonds zum 1. Juli 2005 auch die Änderungen des Wertpapierprospektgesetzes<sup>120</sup>, die der Umsetzung der Prospekttrichtlinie<sup>121</sup> dienten, zeitlich zusammenfielen, war die erstmalige Regulierung von sonstigen Vermögensanlagen im Verkaufsprospektgesetz rein national initiiert und entstand nicht in Umsetzung europarechtlicher Vorgaben<sup>122</sup>. Im Wesentlichen traf das Verkaufsprospektgesetz Finanzanlagen in Form von geschlossenen Fonds<sup>123</sup>, die als Personengesellschaften, Gesellschaften mit beschränkter Haftung oder als ausländische Gesellschaften vergleichbarer Rechtsform

---

<sup>113</sup> RegBegr. AnSVG, BT-Drs. 15/3174 v. 24.05.2004, S. 1, 26.

<sup>114</sup> RegBegr. AnSVG, BT-Drs. 15/3174 v. 24.05.2004, S. 1.

<sup>115</sup> RegBegr. AnSVG, BT-Drs. 15/3174 v. 24.05.2004, S. 27; *Fleischer*, BKR 2004, 339 (339).

<sup>116</sup> RegBegr. AnSVG, BT-Drs. 15/3174 v. 24.05.2004, S. 41.

<sup>117</sup> RegBegr. AnSVG, BT-Drs. 15/3174 v. 24.05.2004, S. 42 f.; vgl. auch Begr. VermVerkProspV, Dez. 2004, S. 2; *Moritz/Grimm*, BB 2005, 337 (337).

<sup>118</sup> *Arndt/Voß*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, Einl. vor § 1 VerkProspG Rn. 4; *Fleischer*, BKR 2004, 339 (340); durch die Einführung einer Prospektpflicht und Regelungen zu der Prospekthaftung wurde der Anwendungsbereich für die bis dahin lückenschließend entwickelte bürgerlich-rechtliche Prospekthaftung zu einem großen Teil zurückgedrängt, h.M., *Grunewald*, in: *Schmidt*, MüKo-HGB, Bd. 3, § 161 Rn. 192, 195; *B. Müller*, in: *Saenger/Aderhold/Lenkaitis/Speckmann*, Handels- und Gesellschaftsrecht, § 16 F. Rn. 155; *Beurskens*, Haftung für enttäushtes Aktionärsvertrauen, 1. Teil § 1, S. 29 f.; zu den Konkurrenzen der Prospekthaftung auch *Servatius*, in: *Henssler/Strohn*, Gesellschaftsrecht, Anh. Publikumsgesellschaft und GmbH & Co. KG Rn. 55 ff.; einen aktuellen Überblick über die Rechtsprechung zur Prospekthaftung bei geschlossenen Fonds bietet *Nobbe*, WM 2013, 193.

<sup>119</sup> *Heisterhagen*, DStR 2004, 1089 (1093); *Arndt/Voß*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, Einl. vor § 1 VerkProspG Rn. 4; *Kind*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, vor §§ 13, 13a VerkProspG Rn. 6.

<sup>120</sup> Durch Art. 1 Prospekttrichtlinie-UmsG; zu den Hintergründen für den Erlass der Prospekttrichtlinie und der nationalen Umsetzung *Christ*, Der Einfluss der EU-Prospektrichtlinie auf das Wertpapierprospekthaftungsrecht in der Bundesrepublik Deutschland, Kap. 1, S. 24 ff.

<sup>121</sup> Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 04.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. L 345 v. 31.12.2003, S. 64 ff. (Prospekt-RL).

<sup>122</sup> Eine gemeinschaftsrechtskonforme bzw. richtlinienkonforme Auslegung war daher dem Grunde nach nicht statthaft und die Auslegung des Verkaufsprospektgesetzes hatte allein autonom nach nationalem Recht unter Berücksichtigung der Ziele des deutschen Gesetzgebers zu erfolgen, *Assmann*, in: *Assmann*, WpPG/VerkProspG, Einl. VerkProspG Rn. 28; *Arndt/Voß*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, Einl. vor § 1 VerkProspG Rn. 52; *Krämer*, in: *Heidel*, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2011, vor §§ 8f ff. VerkProspG Rn. 17.

<sup>123</sup> § 8f Abs. 1 VerkProspG (Anteile, die eine Beteiligung am Ergebnis eines Unternehmens gewähren, Anteile an einem Treuhandvermögen und sonstige geschlossenen Fonds).

organisiert waren<sup>124</sup>. Ausgenommen von der Prospektspflicht waren lediglich bestimmte Angebote, die sich z.B. an ein besonders informiertes Publikum richteten oder nur einen begrenzten Personenkreis betrafen<sup>125</sup>.

Die Veröffentlichung des Prospektes musste vor seiner Veröffentlichung von der BaFin gestattet werden<sup>126</sup>, was zwar nicht dem Prüfungsumfang bei Prospekten für Wertpapiere entsprach, jedoch eine erste Überprüfung im Bereich geschlossener Fonds bedeutete. Die Gestattung wurde versagt, wenn der Prospekt nicht die Angaben enthielt, die nach der prospektrechtlichen Generalklausel<sup>127</sup> in Verbindung mit den Angaben der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung<sup>128</sup> erforderlich waren<sup>129</sup>. Das Verkaufsprospektgesetz selbst regelte nur wenig<sup>130</sup>. Der nähere Inhalt der in den Prospekt aufzunehmenden Informationen war in der damaligen Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung geregelt<sup>131</sup>. Zu den darzustellenden Informationen über die Vermögensanlage gehörten unter anderem Angaben zu den verantwortlichen Personen, zur Geschäftstätigkeit und den Anlagezielen und der Anlagepolitik des Fonds und zu den Geschäftsaussichten, vor allem aber eben auch zu den Objekten, für die das eingesammelte Kapital genutzt werden sollte<sup>132</sup>.

## **B. Die Beschreibung des Anlageobjekts bzw. des konkreten Projekts**

### **I. Fehlendes Anlageobjekt bei Blind Pools**

Gemäß § 9 Abs. 1 VermVerkProspV musste der Prospekt über die Anlageziele und Anlagepolitik der Vermögensanlage unter anderem angeben, für welche konkreten Projekte die Nettoeinnahmen aus dem Angebot genutzt werden sollten. Bei Anteilen an geschlossenen Fonds musste zusätzlich gemäß § 9 Abs. 2 Nr. 1 VermVerkProspV über die Anlageziele und -politik eine Beschreibung des Anlageobjekts getätigt werden<sup>133</sup>. Das konkrete Anlageobjekt nahm der Ordnungsgeber als zusätzliche Mindestangabe auf, da er dies erforderlich hielt, damit sich der Anleger ein zutreffendes Bild von der angebotenen Vermögensanlage machen konnte<sup>134</sup>. Die Angaben, die im Rahmen des § 9 Abs. 1 zu tätigen

---

<sup>124</sup> *Duhnkrack/Hasche*, DB 2004, 1351 (1351, 1355); *Heisterhagen*, DStR 2004, 1089 (1090).

<sup>125</sup> § 8f Abs. 2 VerkProspG. Im Einzelnen *Arndt/Bruchwitz*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, § 8f VerkProspG Rn. 63 ff.

<sup>126</sup> § 8i Abs. 2 S. 1 VerkProspG. *Spindler*, NJW 2004, 3449 (3455).

<sup>127</sup> § 8g Abs. 1 S. 1 VerkProspG; *Maas*, in: *Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb*, WpPG/VerkProspG, § 8g VerkProspG Rn. 4.

<sup>128</sup> Verordnung über Vermögensanlagen-Verkaufsprospekte (Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung – VermVerkProspV) i.d.F.v. 16.12.2004, BGBl. I (Nr. 69) v. 20.12.2004, S. 3464 ff.

<sup>129</sup> Der Prüfungsumfang der BaFin umfasste nach dem Verkaufsprospektgesetz lediglich die formelle Vollständigkeit, *Mattil*, DB 2011, 2533 (2534); *Marx/Schleifer*, BB 2007, 258 (258).

<sup>130</sup> Bspw. Fristen für die Veröffentlichung des Prospekts sowie Haftungstatbestände und den allgemeinen Prospektgrundsatz.

<sup>131</sup> Zu den inhaltlichen Anforderungen nach der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung *Moritz/Grimm*, BB 2005, 337.

<sup>132</sup> *Moritz/Grimm*, BB 2005, 337 (340 ff.).

<sup>133</sup> *Maas*, in *Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb*, WpPG/VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 9, 23.

<sup>134</sup> *Voß*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 20.

waren, sollten in anschaulicher Weise vermitteln, wie das Kapital der Anleger verwendet werden sollte<sup>135</sup>. Die zu beschreibenden konkreten Projekte im Sinne des § 9 Abs. 1 VermVerkProspV bezogen sich auf die Gesamtheit der Unternehmung im abstrakten Sinne, dem verschiedene Anlageobjekte oder auch die Emissionsgesellschaft selbst innewohnen konnten<sup>136</sup>. Die konkreten Projekte, in die der Fonds investierte, waren bei geschlossenen Fonds dahingehend zu konkretisieren, dass auch die Anlageobjekte, also die Gegenstände, zu deren voller oder teilweiser Finanzierung die von den Erwerbern der Vermögensanlagen aufzubringenden Mittel bestimmt waren, zu beschreiben waren<sup>137</sup>. Es war eine ausführliche Beschreibung des Zielobjekts des Fonds erforderlich<sup>138</sup>, beispielsweise einer bestimmten Immobilie, eines bestimmten Medienprojekts, eines bestimmten Schiffes oder einer Beteiligung an einem bestimmten Unternehmen<sup>139</sup>. Auch wenn die Angaben in einem früheren Stadium weniger konkret sein konnten als bei weit fortgeschrittenen Projekten<sup>140</sup>, verlangte die Beschreibung der konkreten Projekte und der Anlageobjekte eine ausführliche Beschreibung, die über vage Hinweise oder stichwortartige Darstellungen hinausging<sup>141</sup>.

In Abhängigkeit von der konkreten Ausgestaltung des jeweiligen Blind Pools konnten in der Regel zumindest Angaben zum Anlageziel des Fonds sowie zur Anlagepolitik gemacht werden. Die Assetklasse, in die der Fonds investieren sollte, und die Investitionskriterien konnten – je nach Ausgestaltung in unterschiedlichem Detailgrad – im Prospekt beschrieben werden. Bei Black Blind Pools sowie auch bei Regulären Blind Pools ist aber gerade noch keine Festlegung auf ein konkretes Investitionsobjekt erfolgt. Die geforderte Angabe zu den Anlageobjekten bzw. konkreten Projekten des Fonds konnte folglich bei diesen Fondsmodellen nicht in den Prospekt aufgenommen werden.

## II. Rechtsfolge

### 1. Prospektunfähigkeit

Welche Auswirkungen hatte also der Umstand, dass bei Regulären Blind Pools und bei Black Blind Pools im Rahmen der Prospekterstellung das Anlageobjekt nicht dargestellt werden konnte? Gemäß § 8i Abs. 2 S. 5 VerkProspG hatte die BaFin die Veröffentlichung des Prospekts zu untersagen, wenn dieser nicht die Angaben, die nach der prospektrechtlichen Generalklausel<sup>142</sup>, auch in Verbindung mit

---

<sup>135</sup> Maas, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 3.

<sup>136</sup> Maas, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 9.

<sup>137</sup> § 9 Abs. 2 Nr. 1 VermVerkProspV; Maas, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 9.

<sup>138</sup> Unzicker, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 34; Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 21; Maas, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 27.

<sup>139</sup> Unzicker, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 32 f.

<sup>140</sup> Begr. VermVerkProspV, Dez. 2004, S. 6.

<sup>141</sup> Maas, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 27; vgl. Begr. VermVerkProspV, Dez. 2004, S. 6.

<sup>142</sup> § 8g Abs. 1 S. 1 VerkProspG, Maas, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 8g VerkProspG Rn. 4.

den Angaben der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung, erforderlich waren, enthielt<sup>143</sup>. Entscheidend war also, ob die Angabe über das Anlageobjekt bzw. die konkreten Projekte eine Angabe ist, die „erforderlich“ ist, also in den Prospekt aufgenommen werden musste.

#### **a) Das Anlageobjekt als Pflichtangabe i.S.d. Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung**

Aus der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung selbst ergab sich bereits, dass das Anlageobjekt zwingend in den Prospekt aufgenommen werden musste.

##### **(1) Mindestangabe**

§ 2 Abs. 1 S. 2 VermVerkProspV normierte den Charakter der Angaben der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung ausdrücklich als Mindestangaben<sup>144</sup>. Die Angaben der Verordnung stellten dabei die tatsächlichen und rechtlichen Angaben dar, die notwendig waren, um dem Anlegerpublikum eine zutreffende Beurteilung des Emittenten und der Vermögensanlage zu ermöglichen<sup>145</sup>. Auch der Wortlaut des § 9 Abs. 1 VermVerkProspV sowie des § 9 Abs. 2 Nr. 1 VermVerkProspV formulierte dieses Verständnis als Mindest- bzw. Pflichtangabe, indem die Ausweisung aller wesentlichen Angaben im Verkaufsprospektgesetz und der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung durch die Wahl des Modalverbs „müssen“ als eine Notwendigkeit ausgedrückt wurde. Die Angabe über das Anlageobjekt gehörte damit schon formal zu den Pflichtangaben, die nach der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung zwingend in den Prospekt aufzunehmen waren.

Dabei ist bei der grundsätzlichen Annahme, dass sämtliche Angaben der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung Mindestangaben waren, zwischen zweierlei Unterkategorien zu differenzieren: Die Angaben, die die Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung aufstellte, können einerseits als „Kernangaben“, andererseits als „Zusatzangaben“ kategorisiert werden. Dabei sind Zusatzangaben solche, bei denen der Verordnungsgeber sprachlich bereits deutlich gemacht hat, dass er davon ausgeht, dass diese Angaben nicht bei jeder Vermögensanlage oder jedem Emittenten vorliegen. Dies zeigen Formulierungen von Angabepflichten, die an sich bereits unter eine Kondition gestellt waren<sup>146</sup>. Ebenso gilt dies für Angaben, die einer Vermögensanlage an sich nicht immanent sind<sup>147</sup>. Sofern die Fälle dieser Zusatzangaben einschlägig sind, ist eine Angabe hierüber ebenfalls als Mindest- bzw. Pflichtangabe

---

<sup>143</sup> Der Prüfungsumfang der BaFin umfasste nach dem Verkaufsprospektgesetz lediglich die formelle Vollständigkeit, *Mattil*, DB 2011, 2533 (2534); *Marx/Schleifer*, BB 2007, 258 (258).

<sup>144</sup> „Der Verkaufsprospekt (...) muss mindestens die nach dieser Verordnung vorgeschriebenen Angaben enthalten.“; Begr. VermVerkProspV, Dez. 2004, S. 2; *Unzicker*, VerkProspG, § 2 VermVerkProspV Rn. 5, 8.

<sup>145</sup> Begr. VermVerkProspV, Dez. 2004, S. 2.

<sup>146</sup> Z.B. § 8 Abs. 1 S. 1 Nr. 2 VermVerkProspV (Angabe über die Abhängigkeit von Patenten, Lizenzen, Verträgen oder neuen Herstellungsverfahren – die Angaben waren nur zu aufzunehmen, „wenn“ sie von wesentlicher Bedeutung sind), § 9 Abs. 2 Nr. 5 VermVerkProspV (Angabe darüber, „ob“ die erforderlichen behördlichen Genehmigungen vorliegen) oder § 12 Abs. 2 VermVerkProspV (Angabe darüber, „in welcher Art und Weise“ Mitglieder der Führungs- und Aufsichtsorgane anderweitig tätig sind).

<sup>147</sup> Bspw. die Angabe über „Gerichts- und Schiedsverfahren“ (§ 8 Abs. 1 S. 1 Nr. 3 VermVerkProspV), die Angabe hinsichtlich der Beteiligungen der Gründungsgesellschafter an Unternehmen, die in Zusammenhang mit der angebotenen Vermögensanlage stehen (§ 7 Abs. 2 VermVerkProspV) oder auch die Angabe von dinglichen Belastungen des Anlageobjekts, die nur Sinn macht, wenn solche tatsächlich vorliegen.

anzusehen und durfte dann nicht weggelassen werden. Von derartigen Angaben sind die Kern- oder Grundangaben des Prospektes zu unterscheiden, die nicht in dem Verkaufsprospekt fehlen durften. Zu den tatsächlichen Mindestangaben, die keiner inhaltlichen Ausnahme zugänglich sein sollen, gehören sämtliche Informationen, die die Vermögensanlage und den Emittenten an sich beschreiben, also allgemeine Informationen, die die Grundzüge der Vermögensanlage betreffen, ohne bereits detaillierte Beschreibungen zusätzlicher Umstände zu offenbaren<sup>148</sup>. Schließlich muss zu derartigen Kern- bzw. Mindestangaben auch die Information über den eigentlichen Inhalt der Vermögensanlage, also das Investitionsobjekt gehören. Denn das Investitionsobjekt gehört zu den prägendsten Merkmalen des Fonds und bestimmt den Wert der Anlage. Unabhängig von der zeitlichen Komponente, wann eine Investition erfolgt, hat jeder Fonds zwangsläufig ein Investitionsobjekt. Denn die Beteiligung der Anleger zielt gerade auf die Investition ihres Kapitals in eine bestimmte Anlage ab und würde ohne ein Investitionsobjekt keinen Sinn machen.

## **(2) Keine Ausnahme**

Es war auch keine spezielle Ausnahme in der Verordnung vorgesehen, nach der von der Angabe des Anlageobjekts abgesehen werden konnte, weder in § 9 VermVerkProspV selbst noch im Rahmen des § 15 VermVerkProspV, der Fälle, in denen verringerte Anforderungen an den Prospekt gestellt wurden, normierte<sup>149</sup>. Zwar konnte gemäß § 15 Abs. 2 Nr. 1 VermVerkProspV von der Aufnahme einzelner Angaben abgesehen werden, wenn diese Angaben nur von geringer Bedeutung und nicht geeignet waren, die Beurteilung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage und der Entwicklungsaussichten des Emittenten zu beeinflussen. Die Information über das konkrete Projekt bzw. Anlageobjekt ist jedoch eines der Kernelemente, von denen der Anleger seine Investitionsentscheidung abhängig macht und daher unproblematisch eine höchst relevante Angabe<sup>150</sup>. Zudem hängt von dem konkreten Investitionsobjekt maßgeblich die Entwicklung der Vermögensanlage ab, sodass diese Angabe geeignet ist, die Beurteilung der Vermögensanlage durch den Anleger zu beeinflussen<sup>151</sup>. Aufgrund des Ausnahmecharakters des § 15 VermVerkProspV im System der verpflichtenden Mindestangaben der Verordnung war die Möglichkeit, Angaben nicht aufzunehmen, auf diese normierten Fälle beschränkt, somit abschließend und konnte nicht erweiternd ausgelegt werden. Dabei wäre die Normierung einer Ausnahme für diesen

---

<sup>148</sup> Insbesondere betrifft dies Informationen über den Emittenten (§ 5 VermVerkProspV) und einzelne Informationen über die zu erwerbende Beteiligung (§ 4 VermVerkProspV) sowie Angaben zu den Verantwortlichen des Prospekts (§ 3 VermVerkProspV; diese Nennung ist zwar nicht für die Beurteilung der Vermögensanlage direkt relevant, verkörpert jedoch den potentiellen Haftungsadressaten, Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 3 VermVerkProspV Rn. 2).

<sup>149</sup> Zu den in § 15 VermVerkProspV normierten Ausnahmefällen *Henrichs*, in: Schwark/Zimmer, KMR, § 15 VermVerkProspV Rn. 1 ff.; *Assmann*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 15 VermVerkProspV Rn. 1 ff.

<sup>150</sup> *Keunecke*, Prospekte im Kapitalmarkt, Rn. 585, S. 310; *Maas*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 20, spricht der Angabe zu dem konkreten Projekt eine Relevanz in Bezug auf die Beurteilung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage zumindest nicht ab, auch wenn ihm diese Aussage schwer fällt, da sie nicht zu seinem Ergebnis passt, die Angabe des § 9 VermVerkProspV bei Blind Pools über § 15 Abs. 2 Nr. 1 VermVerkProspV zu suspendieren.

<sup>151</sup> *Voß*, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 25.

– bekannten<sup>152</sup> – Problemfall von Blind Pools grundsätzlich möglich gewesen: Im Rahmen der Ermächtigungsnorm für die Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung war in § 8g Abs. 3 Nrn. 1 und 2 VerkProspG explizit die Möglichkeit vorgesehen, aus Gründen der Verhältnismäßigkeit in der Rechtsverordnung Ausnahmen zu bestimmen, nach denen von der Aufnahme einzelner Angaben in den Verkaufsprospekt abgesehen werden konnte<sup>153</sup>. Hierdurch sollte sichergestellt werden, dass der Kapitalmarkt durch die Prospektspflicht nicht überreguliert und in begründeten Einzelfällen der Zugang zum Markt durch die Prospektspflicht nicht unverhältnismäßig erschwert wurde<sup>154</sup>.

## **b) Das Anlageobjekt als notwendige Information i.S.d. prospektrechtlichen Generalklausel**

Die Notwendigkeit der Aufnahme einer Beschreibung der Anlageobjekte in den Verkaufsprospekt ergab sich daneben auch aus dem allgemeinen Prospektgrundsatz des § 8g Abs. 1 S. 1 VerkProspG. Die Norm stellte auf gesetzlicher Ebene in Form einer Generalklausel<sup>155</sup>, in der sich auch der Zweck der Prospektspflicht widerspiegelte, die allgemeinen und grundlegenden Anforderungen an den Inhalt des Verkaufsprospekts auf<sup>156</sup>.

### **(1) Allgemeiner Prospektgrundsatz**

Zu den wichtigsten Leitprinzipien gehört, dass der Anleger durch möglichst vollständige und richtige Information in die Lage versetzt wird, die Risiken einer Anlage einzuschätzen und eine wohlüberlegte Investitionsentscheidung zu treffen<sup>157</sup>. Der Verkaufsprospekt musste gemäß § 8g Abs. 1 VerkProspG „alle tatsächlichen und rechtlichen Angaben enthalten, die notwendig sind, um dem Publikum eine zutreffende Beurteilung des Emittenten und der Vermögensanlage im Sinne des § 8f Abs. 1 VerkProspG zu ermöglichen“<sup>158</sup>. Dem allgemeinen Prospektgrundsatz wurden der Grundsatz der Klarheit<sup>159</sup> und

---

<sup>152</sup> Blind Pools wurden durchaus im Rahmen der inoffiziellen Erörterungen und Anhörungen während des Gesetzgebungsverfahrens thematisiert, Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 25; Keunecke, Prospekte im Kapitalmarkt, Rn. 622, S. 331.

<sup>153</sup> RegBegr. AnSVG, BT-Drs. 15/3174 v. 24.05.2004, S. 43.

<sup>154</sup> RegBegr. AnSVG, BT-Drs. 15/3174 v. 24.05.2004, S. 42.

<sup>155</sup> *Elsen/Jäger*, BKR 2009, 190 (192); *Marx/Schleifer*, BB 2007, 258 (258).

<sup>156</sup> *Maas*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 8g VerkProspG Rn. 2, 4.

<sup>157</sup> *Hopt/Voigt*, in: Hopt/Voigt, Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung, Teil II, 1. Kap., B I., S. 12; *Dühn*, Schadensersatzhaftung, S. 56 ff.; *Fleischer*, Gutachten F, in: Verhandlungen des 64. DJT, F 13 (F 27); *Mülbert*, Aktiengesellschaft, S. 109 ff.

<sup>158</sup> Dieser Prospektgrundsatz wurde auf Verordnungsebene leicht modifiziert in § 2 Abs. 1 S. 1 VermVerkProspV wiederholt, ohne dass dies einen inhaltlichen Unterschied machte, *Unzicker*, VerkProspG, § 8g VerkProspG Rn. 3 f., § 2 VermVerkProspV Rn. 3; *Maas*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 8g VerkProspG Rn. 4; *Assmann*, in: Assmann/Lenz/Ritz, VerkProspG, § 7 VerkProspG Rn. 7 (zum VerkProspG a.F.).

<sup>159</sup> Auch *Moritz/Grimm*, BB 2004, 1352 (1355) vertreten die Auffassung, dass die BaFin eine Prüfung des Prospektinhalts und des -aufbaus vornimmt damit die Klarheit der Prospektangaben überprüft; a.A. *Marx/Schleifer*, BB 2007, 258 (258).

Richtigkeit und auf Letzterem basierend<sup>160</sup> der Grundsatz der Vollständigkeit, Wesentlichkeit und Vergleichbarkeit entnommen<sup>161</sup>. Diese Aspekte griffen die ständige Rechtsprechung auf, nach der einem Anleger für seine Beitrittsentscheidung ein richtiges Bild über das Beteiligungsobjekt vermittelt werden muss, er also über alle Umstände, die für seine Anlageentscheidung von wesentlicher Bedeutung sind oder sein können, insbesondere über die mit der angebotenen speziellen Beteiligungsform verbundenen Nachteile und Risiken zutreffend, verständlich und vollständig aufgeklärt werden muss<sup>162</sup>.

Der Prospekt ist unvollständig, wenn Angaben fehlen, die für die Anlageentscheidung eines durchschnittlichen Anlegers maßgeblich<sup>163</sup> oder von wesentlicher Bedeutung sind oder sein können<sup>164</sup>. Es muss eine Aufklärung über sämtliche Umstände, die den Vertragszweck vereiteln können, erfolgen<sup>165</sup>. Alle Tatsachen und Umstände, die objektiv zu den wertbildenden Faktoren einer Anlage gehören und die ein durchschnittlicher und verständiger Anleger „eher als nicht“ bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde, sind „notwendig“ im Sinne der prospektrechtlichen Generalklausel für die Möglichkeit der zutreffenden Beurteilung der Vermögensanlage<sup>166</sup>. Nur wenn der Anleger alle wesentlichen Angaben und Umstände, insbesondere alle Risiken und Chancen, die mit einer Anlage verbunden sind, kennt, kann er sich sinnvoll für oder gegen sie entscheiden<sup>167</sup>. Die Information hierüber hat der Prospekt zu gewährleisten, wobei dem Anleger eine selbstverantwortliche Anlageentscheidung ermöglicht werden soll<sup>168</sup>.

---

<sup>160</sup> *Arndt/Bruchwitz*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, § 8g VerkProspG Rn. 11; *Assmann*, in: *Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb*, WpPG/VerkProspG, § 13 VerkProspG Rn. 25; RegBegr. zum Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Drittes Finanzmarktförderungsgesetz), BT-Drs. 13/8933 v. 06.11.1997, S. 76, 80.

<sup>161</sup> Im Einzelnen *Arndt/Bruchwitz*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, § 8g VerkProspG Rn. 10 ff.; auch wird der Generalklausel das Gebot der Auswertbarkeit entnommen, *Maas*, in: *Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb*, WpPG/VerkProspG, § 13 VerkProspG Rn. 11.

<sup>162</sup> BGH, Urt. v. 06.10.1980 – II ZR 60/80, juris Rn. 27; BGH, Urt. v. 22.03.2010 – II ZR 66/08, juris Rn. 9; BGH, Urt. v. 23.04.2012 – II ZR 75/10, juris Rn. 13.

<sup>163</sup> *Lenenbach*, KMR, § 11 Rn. 11.456, S. 1067; *Hennrichs*, in: *Schwark/Zimmer*, KMR, § 8g VerkProspG Rn. 6.

<sup>164</sup> BGH, Urt. v. 21.10.1991 – II ZR 204/90, WM 1991, 2090 (2091); BGH, Urt. v. 29.05.2000 – II ZR 280/98, WM 2000, 1503 (1504); *Assmann*, in: *Assmann/Lenz/Ritz*, VerkProspG, § 13 VerkProspG Rn. 30; vgl. *Siol*, in: *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-HB, § 45 Rn. 51.

<sup>165</sup> BGH, Urt. v. 23. 4. 2012 – II ZR 75/10, juris Rn. 13; BGH, Urt. v. 6.10.1980 – II ZR 60/80, juris Rn. 27; BGH, Urt. v. 07.04.2003 – II ZR 160/02, juris Rn. 14.

<sup>166</sup> *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, HB Kapitalanlagerecht, § 6 Rn. 87; vgl. auch BGH, Urt. v. 22.03.2010 – II ZR 66/08, juris Rn. 9; BGH, Urt. v. 07.12.2009 – II ZR 15/08, juris Rn. 18 in Bezug auf die Vollständigkeit der Angaben zum Anlagekonzept; *Voß*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, § 2 VermVerkProspV Rn. 12; *Assmann*, in: *Assmann/Lenz/Ritz*, VerkProspG, § 13 VerkProspG Rn. 25 (zum VerkProspG a.F.); *Assmann*, Prospekthaftung, 4. Teil, § 10, S. 319; *Servatius*, in: *Henssler/Strohn*, Gesellschaftsrecht, Anh. Publikumsgesellschaft und GmbH & Co. KG Rn. 40.

<sup>167</sup> *Lenenbach*, KMR, § 11 Rn. 11.3, S. 936.

<sup>168</sup> BGH, Urt. v. 05.07.1993 – II ZR 194/92, juris Rn. 6, 9; vgl. BGH, Urt. v. 10.10.1994 – II ZR 95/93, juris Rn. 14; *Lenenbach*, KMR, § 12 Rn. 12.81, S. 1173; vgl. *Jahn*, ZRP 2003, 121 (124).

Das Gebot der Richtigkeit gebietet, dass die Angaben den realen Begebenheiten tatsächlich entsprechen<sup>169</sup>. Unrichtig ist eine Prospektangabe tatsächlicher Art, wenn die Angabe zum Zeitpunkt der Prospektaufstellung mit den wirklichen Verhältnissen nicht übereinstimmt<sup>170</sup>. Dem Grundsatz der Klarheit entspringt, dass die Angaben im Prospekt verständlich, eindeutig und übersichtlich darzustellen sind<sup>171</sup>. Bei der Prüfung der Vollständigkeit und Richtigkeit des Verkaufsprospekts ist der vom Prospekt erzeugte Gesamteindruck zu ermitteln, insbesondere hinsichtlich des von ihm hervorgerufenen Eindrucks über die Vermögens-, Ertrags- und Liquiditätslage des Emittenten<sup>172</sup>. Generell entscheidend für die Auswertbarkeit der Prospektangaben ist nicht die jeweilige Einzelangabe, sondern das Gesamtbild, das durch den Verkaufsprospekt von der Vermögensanlage vermittelt wird<sup>173</sup>. Das Gebot der Vollständigkeit darf nicht durch eine Überfrachtung des Prospekts mit jeglicher Art von Informationen missbraucht werden, sodass zum Teil ungünstige Angaben in der Fülle von Informationen untergehen und so ein falscher Eindruck von der angebotenen Vermögensanlage erweckt wird<sup>174</sup>. Freiwillige Angaben dürfen nur in Maßen eingesetzt werden, solange wie eine Überladung des Anlegers mit Informationen vermieden wird<sup>175</sup>. Die Möglichkeit der zutreffenden Beurteilung des Emittenten und der Vermögensanlage darf nicht beeinträchtigt werden<sup>176</sup>.

Der Anleger muss vor seiner Investition richtig und vollständig über das Anlagerisiko unterrichtet werden<sup>177</sup>, damit ihm bewusst ist, auf welcher Basis und worüber er eine Entscheidung trifft. Der Fokus liegt darauf, dem Anleger alle wesentlichen Angaben und Umstände mitzuteilen, damit er auf dieser Grundlage eine eigenverantwortliche Anlageentscheidung treffen kann<sup>178</sup>. Dem Anleger soll eine transparente und verlässliche Informationsgrundlage für seine Entscheidung durch den Prospekt geboten werden<sup>179</sup>. Hierbei darf der Anleger zulässigerweise erwarten, einen mit vollständigen und richtigen Angaben versehenen Prospekt zu erhalten<sup>180</sup>.

---

<sup>169</sup> *Gebauer*, in: Kümpel/Hammen/Ekkenga, KMR, Nr. 100, EL 4/01, S. 31; *Arndt/Bruchwitz*, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 8g VerkProspG Rn. 11.

<sup>170</sup> *Kind*, in: Lüdicke/Arndt, Geschlossene Fonds, A. V., S. 145.

<sup>171</sup> *Arndt/Bruchwitz*, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 8g VerkProspG Rn. 13; *Gebauer*, in: Kümpel/Hammen/Ekkenga, KMR, Nr. 100, EL 4/01, S. 31 f.; *Paskert*, Informations- und Prüfungspflichten, S. 41.

<sup>172</sup> BGH, Urt. v. 12.07.1982 – II ZR 175/81, juris Rn. 12; *Assmann*, in: Assmann/Lenz/Ritz, VerkProspG, § 13 VerkProspG Rn. 31.

<sup>173</sup> BGH, Urt. v. 23.04.2012 – II ZR 75/10, juris Rn. 13; BGH, Urt. v. 12.07.1982 – II ZR 175/81, juris Rn. 9; OLG Frankfurt, Urt. v. 13.05.2009 – 23 U 62/07, juris Rn. 11; *Maas*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 8g VerkProspG Rn. 11; vgl. *Hüffer*, Das Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz: Prospektpflicht und Anlegerschutz, S. 95.

<sup>174</sup> *Arndt/Bruchwitz*, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 8g VerkProspG Rn. 18.

<sup>175</sup> *Gebauer*, in: Kümpel/Hammen/Ekkenga, KMR, Nr. 100, Lfg. 4/01, S. 32; *Hüffer*, Das Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz, S. 103; *Paskert*, Informations- und Prüfungspflichten, S. 42 f.

<sup>176</sup> Begr. VermVerkProspV, Dez. 2004, S. 2.

<sup>177</sup> *Schwartz*, Anlegerschutz im Freiverkehr, 2006, S. 44; *Brandt*, Prospekthaftung, S. 34.

<sup>178</sup> Vgl. BGH, Urt. v. 05.07.1993 – II ZR 194/92, juris Rn. 6, 9.

<sup>179</sup> *Maas*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 8g VerkProspG Rn. 6.

<sup>180</sup> BGH, Urt. v. 06.10.1980 – II ZR 60/80, juris Rn. 27 f.; vgl. BGH, Urt. v. 25.11.1981 – IVa 286/80, WM 1982, 90.

## (2) Anlegerhorizont

Maßgeblich bei der Beurteilung, ob in dem Prospekt – abgesehen von den nach der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung erforderlichen Mindestangaben – sämtliche Angaben enthalten sind, damit sich der potentielle Anleger ein zutreffendes Bild von der angebotenen Vermögensanlage machen kann, ist die Umgrenzung des Anlegertyps, auf den der Prospekt ausgerichtet wird. Da eine auf den individuellen Anleger abgestimmte Prospekterstellung nicht praktikabel ist, weil ein alle möglichen Anlegerinteressen berücksichtigender subjektiver Maßstab für den Prospektersteller praktisch weder erkennbar noch umsetzbar ist<sup>181</sup>, ist im Zusammenhang mit der Prospekterstellung ein durchschnittlich verständiger, aufmerksamer und vorsichtiger Anleger maßgebend, in dessen Position sich der Prospektherausgeber hineinzusetzen versuchen muss, um aus dessen Perspektive einen verständlichen und die Vermögensanlage beurteilungsfähigen Verkaufsprospekt zu erstellen<sup>182</sup>. Im Hinblick auf den Gesamteindruck, der im Prospekt von der Vermögensanlage vermittelt wird, darf davon ausgegangen werden, dass der Anleger den Prospekt sorgfältig und eingehend liest<sup>183</sup>.

Nach Auffassung der Rechtsprechung soll es auf einen aufmerksamen Leser<sup>184</sup> ankommen, der in der Lage ist, eine Bilanz zu lesen, jedoch nicht unbedingt mit der in eingeweihten Kreisen gebräuchlichen Schlüsselssprache vertraut zu sein braucht<sup>185</sup> und daher nicht über Fachwissen verfügt<sup>186</sup>. Die Darstellungen im Verkaufsprospekt sowie der Inhalt und Umfang der Berichterstattung soll sich am Verständnis eines durchschnittlich verständigen und durchschnittlich vorsichtigen Anlegers ausrichten, der über ein Grundverständnis für die wirtschaftlichen Gegebenheiten der angebotenen Vermögensanlagen verfügt<sup>187</sup>. Der Prospektersteller darf die Darstellungsweise der Prospektangaben nicht an dem Kenntnisstand eines Fachkreises orientieren<sup>188</sup>. Die darüber hinaus in der Literatur und der Rechtsprechung vertretenen Maßstäbe, die an den Adressatenkreis zu stellen sind, entspringen einer Bandbreite von „unbewanderten Laien“<sup>189</sup> über „Durchschnittsbürger“ als „unkundige Anleger“<sup>190</sup> bis hin zu einem (sach-

---

<sup>181</sup> Dies soll jedoch durch individuelle Aufklärung und Beratung von Vermittlerseite erfolgen, *Benicke*, Wertpapiervermögensverwaltung, § 18 V., S. 413.

<sup>182</sup> BGH, Urt. v. 12.05.2005 – 5 StR 283/04, juris Rn. 29; vgl. zu § 265b Abs. 1 Nr. 1 StGB, BGH, Urt. v. 08.12.1981 – 1 StR 706/81, juris Rn. 20, 23; *Nittel/Ebermann*, in: *Assies/Beule/Heise/Strube*, HB FA Bank- und Kapitalmarktrecht, C. IV. 2. Rn. 199, S. 1616 f.

<sup>183</sup> BGH, Urt. v. 28.02.2008 – II ZR 175/81, NJW 1982, 2823 (2824); OLG Frankfurt, Urt. v. 13.05.2009 – 23 U 62/07, juris Rn. 11; *Henrichs*, in: *Schwark/Zimmer*, KMR, § 8g VerkProspG Rn. 9; *Assmann*, in: *Assmann/Schütze*, HB Kapitalanlagerecht, § 6 Rn. 83.

<sup>184</sup> BGH, Urt. v. 17.06.1991 – II ZR 121/90, juris Rn. 19.

<sup>185</sup> BGH, Urt. v. 12.07.1982 – II ZR 175/81, juris Rn. 12; der Typus des „durchschnittlichen Anlegers, der eine Bilanz lesen kann“ überzeuge nicht, *Wieneke*, in: *Grundmann/Schwintowski/Singer/Weber*, Anleger- und Funktionenschutz durch Kapitalmarktrecht, S. 37 (43).

<sup>186</sup> OLG Frankfurt a.M., Urt. v. 01.02.1994 – 5 U 213/92, NJW-RR 1994, 946 (947); OLG Frankfurt a.M., Urt. v. 17.03.1999 – 21 U 260/97, NZG 1999, 1072 (1073 f.).

<sup>187</sup> Institut der Wirtschaftsprüfer, FN-IDW 2006, 489 (Anlage 1 zu IDW S 4: Anforderung an den Inhalt von Verkaufsprospekten, Ziff. 2.1.).

<sup>188</sup> *Maas*, in: *Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb*, WpPG/VerkProspG, § 2 VermVerkProspV Rn. 17.

<sup>189</sup> *Wunderlich*, DStR 1975, 688 (690).

<sup>190</sup> *Ehricke*, DB 1980, 2429 (2432).

) „kundige[n] Leser“, der sich nach Bedarf „sachverständig-beraten[e]“ lässt<sup>191</sup>. Aus diesem Grund ist es höchst schwierig, tatsächlich einen „durchschnittlichen Anleger“, an dessen Kenntnissen und intellektuellen Fähigkeiten sich der Prospekt für eine Vermögensanlage auszurichten hat, zu bestimmen<sup>192</sup>. Zumindest aber werden dem investierenden Anleger seitens des Verordnungsgeber der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung die Fähigkeiten zugesprochen, mit den vorgegebenen Informationen eine rationale Anlageentscheidung treffen zu können, da ansonsten die Tauglichkeit der Prospektpublizität als Instrument des Anlegerschutzes schon angezweifelt werden müsste<sup>193</sup>. Zudem kann unterhalb gewisser Schwellenwerte bei der Beteiligungshöhe<sup>194</sup> im Grundsatz nicht von einer besonderen Kapitalmarktkenntnis der Anleger ausgegangen werden. Dies ergibt sich im Umkehrschluss daraus, dass eine Ausnahme von der Prospektspflicht bei einem angebotenen Anteil in Höhe eines bestimmten Betrags festgelegt wurde, da es sich „bei Anteilen dieser Größenordnung (...) in den ganz überwiegenden Fällen um Privatanleger [handelt], welche aufgrund ihrer Vermögenssituation ein erhebliches Maß an Kapitalmarktkenntnissen aufweisen“<sup>195</sup>.

### **(3) Wesentlichkeit des Investitionsobjekts für die Anlageentscheidung**

Der Anleger ist über alle Umstände, die für seine Entschließung von Bedeutung sind oder sein können, sachlich richtig und vollständig zu unterrichten<sup>196</sup>. Verkaufsprospekte sollen den Anlegern ein möglichst genaues Bild über die realen Grundlagen der angebotenen Finanzanlage vermitteln, damit ihnen die Möglichkeit geboten wird, sich ein Urteil über die wirtschaftliche Entwicklungsfähigkeit des Emittenten und über die Qualität der Finanzanlage zu bilden<sup>197</sup>. Von Umständen, die den inneren Wert der Beteiligung mitbestimmen und an die letztendlich eine entsprechende Gewinnerwartung geknüpft sind, pflegt sich der Anleger bei seiner Entscheidung in erster Linie leiten zu lassen<sup>198</sup>.

Neben den Angaben zu der verantwortlichen Fondsleitung<sup>199</sup> und dem Asset an sich zählen zu den Informationen, die für einen verständigen Anleger für eine zutreffende Würdigung des Fonds erheblich

---

<sup>191</sup> LG Düsseldorf, Urte. v. 24.10.1980 – 1 O 148/80, WM 1981, 102 (106).

<sup>192</sup> *Nittel/Ebermann*, in: *Assies/Beule/Heise/Strube*, HB FA Bank- und Kapitalmarktrecht, C. IV. 2. Rn. 199, S. 1616 f.

<sup>193</sup> *Schindele*, Der Grundsatz der Prospektverständlichkeit am Beispiel des Börsenzulassungsprospekts für den amtlichen Markt, S. 102.

<sup>194</sup> Diese Grenze wurde von zunächst 50.000,00 EUR auf 200.000,00 EUR angehoben (Beschlussempfehlung Finanzausschluss AnSVG, BT-Drs. 15/3493 v. 01.07.2004, S. 40; Beschlussempfehlung Bundesrat AnSVG, BR-Drs. 643/04 v. 03.09.2004, S. 19), weil der Bundesrat von der Argumentation bei einer Anteilshöhe von 50.000,00 EUR nicht überzeugt war (Stellungnahme des Bundesrates und Gegenäußerung der Bundesregierung zum AnSVG, BT-Drs. 15/3355 v. 16.06.2004, S. 4).

<sup>195</sup> Stellungnahme des Bundesrates und Gegenäußerung der Bundesregierung zum AnSVG, BT-Drs. 15/3355 v. 16.06.2004, S. 7.

<sup>196</sup> BGH, Urte. v. 28.02.2008 – III ZR 297/05, juris Rn. 8; BGH, Versäumnisurte. v. 06.02.2006 – II ZR 329/04, juris Rn. 7; BGH, Urte. v. 29.05.2000 – II ZR 280/98, juris Rn. 10.

<sup>197</sup> *Keunecke*, Prospekte im Kapitalmarkt, Rn. 1, S. 37.

<sup>198</sup> BGH, Urte. v. 12.07.1982 – II ZR 175/81, juris Rn. 28.

<sup>199</sup> Die Informationen, die hinsichtlich der Prospektverantwortlichen sowie der künftigen Fondsleitung vorliegen, sind jedoch für private Kleinanleger weniger verwertbar als für institutionelle Investoren bzw. solche Anleger, die bereits mit besonderer Kenntnis in dem Marktsegment Geschlossener Fonds agieren, vgl. *Keßler*, in: *Keßler/Micklitz*, Anlegerschutz in Deutschland, S. 11 (44).

sind, die Angaben hinsichtlich der Rentabilität der Anlage, zu den Geschäftsaussichten sowie Angaben zu den Risiken der Investition<sup>200</sup>. Der innere Wert der Beteiligung, nach dem sich die Entwicklungsfähigkeit der Vermögensanlage richtet und an den entsprechende Gewinne und auch die Risiken anknüpfen, richtet sich maßgeblich nach dem Investitionsobjekt. Das Anlageobjekt ist der Kern der Vermögensanlage, mit dem Gewinne erwirtschaftet werden sollen. Die Angaben zu den Anlageobjekten sind daher in jedem Falle relevant für die Beurteilung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Emittenten, d.h. der Fondsgesellschaft<sup>201</sup>. Die Angabe über das Investitionsobjekt schafft für die weiteren wertbildenden Faktoren der Vermögensanlage erst die Ermittlungsgrundlage. Wo kein Beurteilungsgegenstand, an dem diverse weitere Angaben orientiert werden können, vorliegt, fehlt insgesamt eine Beurteilungsgrundlage<sup>202</sup>. Entsprechend können dann auch nicht die Gewinnchancen und Risiken der Vermögensanlage beurteilt werden. Ohne dass die angebotene Beteiligung Auskunft darüber gibt, womit der Fonds Geld erwirtschaften soll, ist die Beteiligung für einen durchschnittlichen Anleger nicht verständlich<sup>203</sup>. Bei einem Blind Pool ist eine gezielte Analyse und Bewertung der Vermögensanlage mangels Beurteilungsgegenstand praktisch unmöglich<sup>204</sup>.

Für den durchschnittlichen Anleger soll unter anderem das Anlageobjekt in anschaulicher Weise vermitteln, wie die aus den Beteiligungen erhobenen Mittel verwendet werden<sup>205</sup>. Der Anleger soll dem Verkaufsprospekt daneben entnehmen können, in welchem Umfang sein Kapital in das Anlageobjekt fließt bzw. wie viel von seinem eingesetzten Kapital für Kosten, die nicht durch das Investitionsobjekt initiiert sind, verloren geht<sup>206</sup>. Auch diese Gegenüberstellung ist ohne Anlageobjekt nicht zu tätigen. Die Angabe über die Verwendung des eingebrachten Kapitals ist eine Angabe, die ein Anleger bei seiner Entscheidung berücksichtigt. Ohne Investitionsobjekt kann der Anleger nicht wissen, wofür seine Anlage verwendet wird<sup>207</sup>. Daher kann sich der potentielle Anleger ohne diese Angabe kein umfassendes Bild von dem Angebot der Investition machen<sup>208</sup>. Die Darstellung des Investitionsobjekts im Verkaufsprospekt ist damit eine der essentiellsten Informationen über die Vermögensanlage, da dieses auch erst die

---

<sup>200</sup> *Hennrichs*, in: Schwark/Zimmer, KMR, § 8g VerkProspG Rn. 6; vgl. auch *Veltmann*, Instrumente des Anlegerschutzes im Investmentrecht, S. 92.

<sup>201</sup> *Keunecke*, Prospekte im Kapitalmarkt, Rn. 585, S. 310, Rn. 622, S. 331; *Voß*, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn 25.

<sup>202</sup> Vgl. *Unzicker*, VerkProspG, § 15 VermVerkProspV Rn. 30.

<sup>203</sup> Mangelnde Information birgt das Risiko, dass Anleger in Produkte investieren, die sie weder verstehen noch die für ihre Situation passend ausgewählt sind, vgl. *Caspari*, in: Grundmann/Schwintowski/Singer/Weber, Anleger- und Funktionenschutz durch Kapitalmarktrecht, S. 7 (8).

<sup>204</sup> *Kastell*, in: Moritz, HB Finanz- und Vermögensberatung, S. 187 (193); vgl. auch *Franken*, in: Moritz, HB Finanz- und Vermögensberatung, S. 287 (307), der wegen der schweren Einschätzbarkeit (im Zusammenhang mit Medienfonds, die oft als Blind Pools konzipiert sind) hinsichtlich der Bewertung der Vermögensanlage dazu rät, Experten zurate zu ziehen.

<sup>205</sup> *Maas*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 3.

<sup>206</sup> BGH, Versäumnisurt. v. 06.02.2006 – II ZR 329/04, juris Rn. 7 ff.; vgl. auch *Hoppe/Riedel*, DB 2007, 1125 (1125 ff.); *Hennrichs*, in: Schwark/Zimmer, KMR, § 9 VermVerkProspV Rn. 1.

<sup>207</sup> OLG Celle, Urt. v. 07.12.2006 – 8 U 149/06, juris Rn 39.

<sup>208</sup> Das OLG Celle, Urt. v. 07.05.2008 – 3 U 6/08, juris Rn. 29, äußert sich zumindest zweifelnd hinsichtlich der umfassenden Informationskraft eines Prospekts für einen Blind Pool – ein Prospekt könne im Falle eines Blind Pools möglicherweise gar keine ausreichenden Informationen über die Anlage und die sich aus ihr ergebenden Risiken vermitteln.

Beurteilungsgrundlage für weitere Informationen, von denen der durchschnittliche Anleger seine Anlageentscheidung abhängig macht, schafft.

### c) Keine teleologische Reduktion

Eine Ausnahme der Anwendung von § 9 Abs. 1, 2 S. 1 Nr. 1 VermVerkProspV auf Blind Pools im Wege der teleologischen Reduktion war nicht möglich. Denn eine detaillierte Beschreibung des Investitionsobjekts widersprach gerade nicht der inneren Teleologie des Verkaufsprospektgesetzes i.V.m. der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung. Durch den Prospekt soll gerade eine umfassende Information der Anleger erfolgen. Als wesentlich hierbei wird die Information über das für den Fonds wertbildende Anlageobjekt angesehen. Es hätte dem Sinn des Gesetzes widersprochen, bei besonders hochrisikobehafteten Produkten Ausnahmen von den Angaben, die für die Anlageentscheidung der Anleger gerade wesentlich sind, zuzulassen. Darüber hinaus war der Anwendungsbereich des § 9 VermVerkProspV nicht planwidrig zu weit gefasst. Die Problematik von Blind Pools war bekannt<sup>209</sup> und wurde trotz der Möglichkeit, Ausnahmen vorzusehen, nicht gesondert geregelt. Zudem war die besondere Pflicht zur Beschreibung des Anlageobjekts des Fonds in § 9 Abs. 2 S. 1 VermVerkProspV explizit an das Vorliegen von Anteilen geschlossener Fonds geknüpft – nicht jedoch daran, dass die Anlageobjekte bereits feststehen.

### d) Zwischenergebnis

Die Angabe zu den Anlageobjekten stellte eine sowohl nach der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung als auch nach der prospektrechtlichen Generalklausel im Prospekt erforderliche Angabe dar. Da ein Prospekt unvollständig ist, wenn Angaben fehlen, die für einen Anlageentschluss von wesentlicher Bedeutung sind oder sein können<sup>210</sup> und das Anlageobjekt bzw. konkrete Projekt eine für die Beurteilung des Fonds wesentliche Information ist<sup>211</sup>, führte dies dazu, dass ohne die Information zum konkreten Projekt bzw. Anlageobjekt ein Prospekt nicht vollständig war. Ein den Angabepflichtenkatalog der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung erfüllender Verkaufsprospekt war jedoch grundsätzlich notwendig, damit eine Gestattung der Veröffentlichung des Prospekts durch die BaFin vorgenommen werden konnte. So blieb nur die Rechtsfolge – entsprechend der gesetzlichen Konzeption – die Veröffentlichung eines Prospekts, der für einen Blind Pool-Fonds erstellt worden war, nicht zu gestatten. Dies hätte im Ergebnis bedeutet, dass ein Blind Pool nicht prospektfähig gewesen wäre und daher nicht mit einem öffentlichen Angebot an den Kapitalmarkt hätte herantreten dürfen<sup>212</sup>.

---

<sup>209</sup> Blind Pools wurden durchaus im Rahmen der inoffiziellen Erörterungen und Anhörungen während des Gesetzgebungsverfahrens thematisiert, Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 25; Keunecke, Prospekte im Kapitalmarkt, Rn. 622, S. 331.

<sup>210</sup> BGH, Urt. v. 21.10.1991 – II ZR 204/90, WM 1991, 2090 (2091); BGH, Urt. v. 29.05.2000 – II ZR 280/98, WM 2000, 1503 (1504); Assmann, in: Assmann/Lenz/Ritz, VerkProspG, § 13 VerkProspG Rn. 30.

<sup>211</sup> Vgl. Keunecke, Prospekte im Kapitalmarkt, Rn. 585, S. 310; Maas, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 20.

<sup>212</sup> Zustimmend als Ergebnis nach der rechtlichen Lage Keunecke, Prospekte im Kapitalmarkt, Rn. 585, S. 310.

## 2. Alternative Lösungsansätze

Trotz grundsätzlicher Zustimmung<sup>213</sup> bildete sich in der Praxis in Bezug auf die Problematik, dass jedenfalls Black Blind Pools sowie Reguläre Blind Pools nicht der Prospektangabepflicht der Beschreibung der Anlageobjekte nachkommen können, ein anderer Lösungsansatz heraus:

### a) Aufsichtspraxis der BaFin

Die BaFin teilte in einem Auslegungsschreiben<sup>214</sup> ihre Auffassung mit, dass die Angabepflicht des § 9 Abs. 2 Nr. 1 VermVerkProspV die Beschreibung von Anlageobjekten, die zum Zeitpunkt der Prospektierung noch nicht konkret feststünden und die aus tatsächlichen oder rechtlichen Gründen noch nicht näher konkretisiert werden könnten, zuließe<sup>215</sup>. Könnten die Angaben in dem Zeitpunkt der Veröffentlichung des Prospekts nicht vollständig oder nicht so detailliert wie gefordert gemacht werden, seien die vorliegenden Angaben, versehen mit einem entsprechenden Hinweis, zu machen. Sobald die Angaben oder die geforderten Details vorlägen, sei ein entsprechender Nachtrag gemäß § 11 VerkProspG zu dem Verkaufsprospekt erforderlich. Sofern eine abschließende Entscheidung über das konkrete Anlageobjekt erst von einem Beirat oder einem anderen Gremium nach Beginn des öffentlichen Angebots getroffen würde, seien in dem Verkaufsprospekt jedenfalls Angaben zum aktuellen Planungsstand, verbunden mit einem Hinweis auf die noch ausstehende abschließende Entscheidung, zu tätigen und nach der abschließenden Entscheidung ein entsprechender Nachtrag gemäß § 11 VerkProspG zu dem Verkaufsprospekt erforderlich<sup>216</sup>. Im Hinblick auf die besonders vielfältigen Strukturen in dem Bereich von Fondstrukturen, bei denen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Prospekts gewisse Mindestangaben noch nicht oder nicht im Detail feststünden, bedürfe es in besonders hohem Maße einer Einzelfallbetrachtung.

Das Auslegungsschreiben der BaFin war für die angesprochene Problematik jedoch nur teilweise aussagekräftig: Das Auslegungsschreiben nahm unter anderem Bezug auf eine – im Jahr 2005 aktuelle – Konstruktion, die als Antwort auf zwei Urteile des Bundesfinanzhofs<sup>217</sup> (bezüglich Immobilienfonds), den

---

<sup>213</sup> Statt aller *Keunecke*, Prospekte im Kapitalmarkt, Rn. 585, S. 310, Rn. 622, S. 331.

<sup>214</sup> Das Auslegungsschreiben ist eine norminterpretierende Verlautbarung, die keinen Rechtsnormcharakter hat und nicht bindend ist, gleichwohl aber Vertrauensschutz schafft, *Arndt/Voß*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, Einl. vor § 1 Rn. 54; *Gebauer*, in: *Kümpel/Hammen/Ekkenga*, KMR, Nr. 100, EL 4/01, S. 11; *Kullmann/Müller-Deku*, WM 1996, 1989 (1989 f.) (zu der Bekanntmachung zum VerkProspG a.F. des BAWe v. 15.04.1996).

<sup>215</sup> Auslegungsschreiben der BaFin zur Prospektspflicht für Vermögensanlagen-Verkaufsprospekte v. 30.06.2005, Ziff. 7 „Mindestangaben, die zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Prospekts noch nicht oder nicht im Detail feststehen“. Das Auslegungsschreiben erläuterte ausgewählte materielle Fragen der Prospektspflicht für Vermögensanlagen nach den §§ 8f ff. VerkProspG und den inhaltlichen Angaben der VermVerkProspV.

<sup>216</sup> Auslegungsschreiben der BaFin zur Prospektspflicht für Vermögensanlagen-Verkaufsprospekte v. 30.06.2005, Ziff. 7 „Mindestangaben, die zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Prospekts noch nicht oder nicht im Detail feststehen“.

<sup>217</sup> BFH, Urt. v. 08.05.2001 – IX R 10/96, BStBl. II (Nr. 17) v. 20.11.2001, S. 720; BFH, Urt. v. 28.06.2001 – IV R 40/97, BStBl. II (Nr. 17) v. 20.11.2001, S. 717.

Medienerlass<sup>218</sup> und den 5. Bauherrenerlass<sup>219</sup> des Bundesfinanzministeriums eingeführt worden ist, damit Anleger von Fonds Anfangsverluste (Eigenkapitalvermittlungs- und andere Gründungskosten als Werbungskosten) steuerlich weiter in Form des Sofortabzugs nutzen konnten<sup>220</sup>. Hierfür mussten die Fondsgesellschafter die Herstellereigenschaft besitzen, d.h. der Anleger musste ausreichend Einfluss auf die Investitionsentscheidung nehmen können<sup>221</sup> und nicht durch ein vorgefertigtes Vertragskonzept an eine bestimmte Investitionsentscheidung bereits gebunden sein<sup>222</sup>. Dies wurde durch die Konstruktion eines Gremiums oder Beirats, der hauptsächlich aus Anlegern zusammengesetzt war, gelöst, der dann erst über das tatsächliche Investitionsobjekt entschieden hat. Um das Ergebnis der Letztentscheidung der Anleger über das Investitionsobjekt zu erzielen, wurden als Resultat vermehrt „Blind Pool“-Modelle genutzt<sup>223</sup>, da bei diesen die Investitionsobjekte noch nicht konkret feststehen und somit ein nötiger Entscheidungsspielraum bei der Auswahl des Objekts<sup>224</sup> über einen Beirat oder ein vergleichbares Gremium auf Gesellschafterebene ermöglicht werden konnte<sup>225</sup>. Sofern aber tatsächlich nur eine abschließende Gremiumsentscheidung ausstand und die zur Auswahl stehenden Anlageobjekte bereits konkretisiert waren, konnte den Angabepflichten des § 9 Abs. 2 Nr. 1 VermVerkProspV durch die Erteilung sämtlicher Informationen zu den jeweiligen, alternativ zur Auswahl stehenden Anlageobjekten genügt werden (Soft Blind Pools). Damit stellte sich in einer solchen Konstellation die Problematik der Unvereinbarkeit mit der Angabepflicht des § 9 Abs. 2 Nr. 1 VermVerkProspV gar nicht. Die BaFin behandelte in diesem Fall das eigentliche Problem, dass das Anlageobjekt noch gar nicht bestimmt ist, gerade nicht.

---

<sup>218</sup> BMF, Schr. v. 05.08.2003 – IV A 6 – S 2241 – 81/03, BStBl. I (Nr. 12) v. 29.08.2003, S. 406, mit dem der Medienerlass, BMF, Schr. v. 23.02.2001 – IV A 6 – S 2241 – 8/01, BStBl. I (Nr. 4) v. 27.03.2001, S. 175, geändert und die Rechtsprechung für Immobilienfonds auch auf Filmfonds übertragen wurde.

<sup>219</sup> BMF, Schr. v. 20.10.2003 – IV C 3 – S 2253 a – 48/03, BStBl. I (Nr. 16) v. 21.11.2003, S. 546, unter Aufhebung bzw. teilweiser Aufhebung durch BMF, Schr. v. 29.03.2007 – IV C 6 – O 1000/07/0018, BStBl. I (Nr. 7) v. 14.05.2007, S. 369, und BMF, Schr. v. 23.04.2010 – IV A 6 – O 1000/09/10095, BStBl. I (Nr. 8) v. 26.05.2010, S. 391. Mit dem 5. Bauherrenerlass wurde die Rechtsprechung auf sämtliche Fonds (mit Ausnahme von Filmfonds, für die weiterhin der Medienerlass gilt), übertragen, *Lüdicke*, in: *Lüdicke/Arndt*, Geschlossene Fonds, A. III., S. 86 ff.; *Fleischmann*, DStR 2002, 1293 (1294).

<sup>220</sup> Zu Einzelheiten *Lüdicke*, in: *Lüdicke/Arndt*, Geschlossene Fonds, A. III., S. 80 ff.; vgl. *Meyer-Scharenberg*, DStR 2004, 1729 (1731).

<sup>221</sup> BMF, Schr. v. 23.02.2001 – IV A 6 – S 2241 – 8/01, BStBl. I (Nr. 4) v. 27.03.2001, S. 175 (Tz. 7 ff.), mit Änderungen durch BMF, Schr. v. 05.08.2003 – IV A 6 – S 2241 – 81/03, BStBl. I (Nr. 12) v. 29.08.2003, S. 406.

<sup>222</sup> BMF, Schr. v. 20.10.2003 – IV C 3 – S 2253 a – 48/03, BStBl. I (Nr. 16) v. 21.11.2003, S. 546 (Tz. 33 ff.); *Meyer-Scharenberg*, DStR 2004, 1729 (1731); *Lüdicke*, in: *Lüdicke/Arndt*, Geschlossene Fonds, A. III., S. 88 ff.

<sup>223</sup> *Scharwies*, BB 2004, 295 (295 ff.); *Beck*, FR 2002, 446 (448); vgl. *Meyer-Scharenberg*, DStR 2004, 1729 (1729 ff.); vgl. *Fleischmann*, DStR 2002, 1293 (1295).

<sup>224</sup> Sowohl im Medienerlass (BMF, Schr. v. 23.02.2001 – IV A 6 – S 2241-8/01, BStBl. I (Nr. 4) v. 27.03.2001, S. 175 (Tz. 7 ff.), mit Änderungen durch BMF, Schr. v. 05.08.2003 – IV A 6 – S 2241 – 81/03, BStBl. I (Nr. 12) v. 29.08.2003, S. 406) als auch im 5. Bauherrenerlass (BMF, Schr. v. 20.10.2003 – IV C 3 – S 2253 a – 48/03, BStBl. I (Nr. 16) v. 21.11.2003, S. 546) des Bundesfinanzministeriums derart angesprochen.

<sup>225</sup> *Lüdicke*, in: *Lüdicke/Arndt*, Geschlossene Fonds, A. III., S. 89 ff.; *Fleischmann/Meyer-Scharenberg*, DStR 2004, 20 (22).

## b) Lösungsansätze der Literatur

Sämtliche Stimmen in der Literatur<sup>226</sup>, die sich mit der Problematik der Unmöglichkeit der Darstellung der als Mindestangabe in den Verkaufsprospekt aufzunehmenden Angabe über die konkreten Investitionsobjekte auseinandersetzen, lehnten sich an die Vorgehensweise der BaFin an: Eine Auslegung der Angabepflichten über die Investitionsobjekte gemäß § 9 Abs. 1, 2 Nr. 1 VermVerkProspV rein an dem Wortlaut orientiert, führe dazu, dass bezüglich Blind Pools kein vollständiger Prospekt erstellt werden könne und dieser dann nicht genehmigungsfähig sei<sup>227</sup>. Denn dadurch, dass die Angaben zu den Anlageobjekten in jedem Falle im Sinne von § 15 Abs. 2 Nr. 1 VermVerkProspV relevant für die Beurteilung der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Emittenten seien<sup>228</sup>, könne auch nicht von § 15 VermVerkProspV, der Ausnahmen von Prospektangabepflichten ermöglicht, Gebrauch gemacht werden<sup>229</sup>. Dies führe aber zu einer Unterbindung der Fondsstruktur von Blind Pools, die nicht mit einer verfassungskonformen Auslegung der Ermächtigungsgrundlage des § 8g Abs. 2 VerkProspG in Einklang stünde<sup>230</sup>. Die Ermächtigung erstrecke sich nicht auf eine Neustrukturierung des Marktsegments geschlossener Fonds durch das Verbot bestimmter Fondsmodelle<sup>231</sup>. Die Verordnung reguliere, begrenze aber in keiner Weise Fondsstrukturen<sup>232</sup>. Ein Verbot könne auch schon nicht gewollt sein, da Private Equity-Fonds, die oft als Blind Pools konzipiert seien, erheblich zur Mittelstandsfinanzierung beitragen<sup>233</sup>. Daher seien bei Blind Pools die Mindestangaben bezüglich des Anlageobjekts bzw. des konkreten Projekts suspendiert und Angaben nur in dem Maße erforderlich in den Prospekt aufzunehmen, in dem sie bereits vorlägen<sup>234</sup>. Hinsichtlich fehlender Angaben sei ein sog. Negativtestat zu erstellen<sup>235</sup>.

---

<sup>226</sup> *Verführt/Grunenberg*, DB 2005, 1043 (1045); *Hennrichs*, in: Schwark/Zimmer, KMR, § 9 VermVerkProspV Rn. 3; *Krämer*, in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2011, § 8g VerkProspG Rn. 10; *Zwissler*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, HB Kapitalmarktinformation, 1. Aufl. 2008, § 6 Rn. 74; *Rosa*, Prospektspflichten und Prospekthaftung für geschlossene Fonds, S. 117 ff.; *Wehowsky*, in: Erbs/Kohlhaas, Strafrechtliche Nebengesetze, § 8g VerkProspG Rn. 3 (165. EL 03/2007).

<sup>227</sup> *Keunecke*, Prospekte im Kapitalmarkt, Rn. 585, S. 310, Rn. 622, S. 331.

<sup>228</sup> *Maas*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 20; *Voß*, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 26; *Keunecke*, Prospekte im Kapitalmarkt, Rn. 585, S. 310.

<sup>229</sup> *Keunecke*, Prospekte im Kapitalmarkt, Rn. 585, S. 310.

<sup>230</sup> *Voß*, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 25; *Keunecke*, Prospekte im Kapitalmarkt, Rn. 584 ff., S. 309 ff.

<sup>231</sup> *Moritz/Grimm*, BB 2005, 337 (341); *Voß*, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 24.

<sup>232</sup> *Maas*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 20; *Keunecke*, Prospekte im Kapitalmarkt, Rn. 586, S. 310 f., Rn. 622, S. 331; *Unzicker*, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 40.

<sup>233</sup> *Moritz/Grimm*, BB 2005, 337 (341).

<sup>234</sup> *Krämer*, in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2011, § 8g VerkProspG Rn. 10; *Keunecke*, Prospekte im Kapitalmarkt, Rn. 587, S. 311, Rn. 623, S. 332; *Voß*, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 26; *Wehowsky*, in: Erbs/Kohlhaas, Strafrechtliche Nebengesetze, § 8g VerkProspG Rn. 3 (165. EL 03/2007); auch Institut der Wirtschaftsprüfer, FN-IDW 2006, 489 (Anlage 6 zu IDW S 4: Besonderheiten bei Blind-Pool-Konzeptionen, zu 3.9.).

<sup>235</sup> *Keunecke*, Prospekte im Kapitalmarkt, Rn. 623, S. 332.

Die fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt sollten über detailliertere Angaben zu den Anlagezielen und der Anlagepolitik ersetzt werden<sup>236</sup>. Eine Substituierung der fehlenden Angaben könne insbesondere durch eine Darstellung der Investitionskriterien, anhand derer die Auswahl eines bestimmten Anlageobjekts vorgenommen werde, im Rahmen von § 9 Abs. 1 VermVerkProspV erfolgen<sup>237</sup>. Je offener die Konzeption sei, desto geringer müsse die Angabentiefe zur Anlagestrategie sein<sup>238</sup>, wobei dies nicht dazu führen könne, dass völlig vage Angaben möglich seien<sup>239</sup>. Für eine ausreichende Anlegerinformation sollte es genügen, auf den Umstand der fehlenden Angaben in dem Rahmen der Risikodarstellung des Prospekts hinzuweisen<sup>240</sup>. Dann sei der Anleger in der Lage, eine qualifizierte Investitionsentscheidung zu treffen<sup>241</sup>. Sobald eine Festlegung auf bestimmte Anlageobjekte erfolge und die Investitionsobjekte damit konkretisiert würden, sei das entsprechende Anlegerpublikum über einen Prospektnachtrag hierüber zu informieren<sup>242</sup>.

### c) Rechtsprechung

Gerichtliche Entscheidungen zu der vorliegenden Problematik der Prospektfähigkeit von Blind Pools sind bislang nicht ergangen. Zwar hatten sich diverse Gerichte bereits mit Aufklärungspflichten und daraus resultierenden Haftungsfragen in dem Zusammenhang mit Fonds, die als Blind Pools konzipiert sind, auseinanderzusetzen<sup>243</sup>, jedoch war nicht die Problematik der Prospekterstellung von Blind Pools Gegenstand. Das Oberlandesgericht Frankfurt<sup>244</sup> setzte sich z.B. mit den Anforderungen an den Prospektinhalt bei einem Immobilienfonds, der als Blind Pool ausgestaltet war, auseinander<sup>245</sup>. Dabei hielt es fest, dass bei einem Blind Pool-Fonds naturgemäß in dem Prospekt keine Angaben zu etwaigen

---

<sup>236</sup> Maas, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 19 f.; Unzicker, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 43.

<sup>237</sup> Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn 27.

<sup>238</sup> Moritz/Grimm, BB 2005, 337 (341).

<sup>239</sup> Maas, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 18.

<sup>240</sup> Moritz/Grimm, BB 2005, 337 (342); Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 26.

<sup>241</sup> Moritz/Grimm, BB 2005, 337 (341).

<sup>242</sup> Unzicker, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 44; Keunecke, Prospekte im Kapitalmarkt, Rn. 623, S. 332; Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn 26; Könecke/Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 11 VerkProspG Rn 17; Maas, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 11 VerkProspG Rn. 27 f.; sofern nur ein Vollzug der Investitionskriterien, die bereits umfänglich dargestellt worden sind, erfolgt, könne ggf. sogar in Ausnahmefällen von einem Nachtrag abgesehen werden, Maas/Voß, BB 2008, 2302 (2306).

<sup>243</sup> BGH, Urt. v. 29.05.2000 – II ZR 280/98, juris Rn. 12; OLG München, Urt. v. 14.03.2011 – 21 U 4114/10, juris Rn. 15; OLG München, Urt. v. 29.08.2008 – 25 U 3935/07, juris Rn. 24; OLG München, Urt. v. 03.06.2008 – 5 U 1998/08, juris Rn. 30; OLG Celle, Urt. v. 07.05.2008 – 3 U 6/08, juris Rn. 27; OLG Frankfurt, Urt. v. 15.03.2007 – 3 U 107/06, juris Rn. 2; OLG München, Urt. v. 28.06.2006 – 20 U 2018/06, juris Rn. 22; OLG Celle, Urt. v. 07.12.2006 – 8 U 149/06, juris Rn 39; LG Wuppertal, Urt. v. 01.09.2010 – 3 O 293/09, juris Rn. 22; LG Bonn, Urt. v. 22.01.2008 – 3 O 261/07, juris Rn. 3, 19; LG Bochum, Urt. v. 10.05.2007 – 18 O 40/07, juris Rn. 2; LG Berlin, Urt. v. 29.07.2004 – 57 S 34/04, juris Rn. 26; AG Reinbek, Urt. v. 20.02.2008 – 5 C 228/07, juris Rn. 4, 38; KG Berlin, Urt. v. 21.03.2005 – 8 U 185/04, juris Rn. 15.

<sup>244</sup> OLG Frankfurt, Urt. v. 13.05.2009 – 23 U 62/07.

<sup>245</sup> Zeitlich erfolgte die Auflegung des streitgegenständlichen Fonds in dem Umfeld der Wiedervereinigung, OLG Frankfurt, Urt. v. 13.05.2009 – 23 U 62/07, juris Rn. 2, also bevor eine gesetzliche Prospektspflicht für Produkte des Grauen Kapitalmarkts eingeführt worden ist.

Kosten der Investition, bezogen auf einzelne Objekte, enthalten sein könnten, sondern dass der Prospekt nur darlegen könne, in welchem Umfang die Fondsgesellschaften Investitionen plane<sup>246</sup>. Darüber hinaus könnten bei einem Blind Pool aufgrund der Offenheit der konkreten Investitionsentscheidung auch gerade keine sog. Ertragsprognose-Rechnungen bzw. ein konkreterer Finanzplan erstellt werden<sup>247</sup>.

### 3. Stellungnahme

Die in Literatur und Praxis angewandte Lösung für die Problematik, dass Blind Pools der Angabe zum Investitionsobjekt nicht nachkommen können, ist jedoch nicht überzeugend:

#### a) Negativtestat

Eine Art Ausnahme von gewissen Angaben der Verkaufsprospektverordnung ist in der Verwaltungspraxis der BaFin außerhalb des Gesetzes mit dem Instrument des sog. Negativtestats<sup>248</sup> (als Hinweis auf eine fehlende Angabe) entwickelt worden<sup>249</sup>. Das Negativtestat erleichtert der BaFin die Überprüfung des Prospekts, insbesondere im Hinblick auf die Vollständigkeit aller Angaben<sup>250</sup>. Vor dem Hintergrund, dass eine Angabe als Erklärung über das Vorliegen oder Nichtvorliegen eines Umstandes definiert wird<sup>251</sup> (Vollständigkeitsgebot<sup>252</sup>), muss der Prospekt zu jeder Angabe nach der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung eine Entsprechung enthalten<sup>253</sup>. Ist die Pflicht zu einer Prospektangabe auf einen spezifischen Sachverhalt zugeschnitten und hat dieser in Bezug auf eine bestimmte Anlageart

---

<sup>246</sup> OLG Frankfurt, Urt. v. 13.05.2009 – 23 U 62/07, juris Rn. 12.

<sup>247</sup> Das Oberlandesgericht Frankfurt war an dieser Stelle der Ansicht, dass die Informationen über das Produkt in dem Prospekt ausreichend dargelegt seien, sofern in ihm die Anlagekriterien genannt und der Investitionsplan dargestellt seien. Der Fonds, der Gegenstand dieser Entscheidung war, war jedoch zu einer Zeit, in der es noch keine Prospektspflicht für geschlossene Fonds gab, platziert worden, sodass diese Beurteilung für die vorliegende Problematik keine Aussagekraft entfaltet.

<sup>248</sup> Diese Begrifflichkeit ist nicht gesetzlich normiert und auch in dem maßgeblichen Auslegungsschreiben der BaFin v. 30.06.2005 nicht zu finden; sie wurde durch die entsprechende Kommentarliteratur geprägt und ist in der anwaltlichen Praxis gebräuchlich, siehe hierzu Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 2 VermVerkProspV Rn. 17 ff.

<sup>249</sup> Diese Praxis mit Negativtestaten ist auch hinsichtlich der Erstellung anderer Angebotsunterlagen (bspw. nach der WpÜG-Angebotsverordnung (Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots (WpÜG-Angebotsverordnung – WpÜGAngebV) v. 27.12.2001, BGBl. I (Nr. 77) v. 31.12.2001, S. 4263 ff., die zuletzt durch Art. 17 FinAnlV- und VermAnlG v. 06.12.2011, BGBl. I (Nr. 63), S. 2481 ff. geändert worden ist)) üblich, Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 2 VermVerkProspV Rn. 19.

<sup>250</sup> Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 2 VermVerkProspV Rn. 17. Ohne eine solche Negativerklärung, also allein durch ein „Schweigen“ zu einer nach der Verordnung geforderten Mindestangabe, wäre der Verkaufsprospekt schon von vornherein, auch formal, nicht vollständig, Maas, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 2 VermVerkProspV Rn. 6; Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 2 VermVerkProspV Rn. 17; a.A. Gebauer, in: Kümpel/Hammen/Ekkenga, KMR, Nr. 100, EL 4/01, S. 34, der in der Nichtaufnahme einer Angabe die konkludente Erklärung sieht, dass zu dem jeweils anzusprechenden Sachverhalt keine entsprechenden Tatsachen vorliegen.

<sup>251</sup> Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 2 VermVerkProspV Rn. 5; vgl. Vogel, in: Assmann/Schneider, WpHG, § 20a Rn. 59, 68 ff., der (im Rahmen des Marktmanipulationsrechts) ausdrücklich einen Hinweis tätigt, dass sich Angaben auch in Prospekten finden können.

<sup>252</sup> § 2 Abs. 1 S. 1 VermVerkProspV.

<sup>253</sup> Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 2 VermVerkProspV Rn. 17.

im Verkaufsprospekt keine Entsprechung, muss der Emittent dies zu dem jeweiligen Themenkomplex zumindest positiv durch ein Negativtestat formulieren<sup>254</sup>.

Entsprechend der Differenzierung von Angaben nach der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung in Zusatz- und Kernangaben<sup>255</sup> ist auch bei der Möglichkeit, Negativtestate im Prospekt zu nutzen, zu unterscheiden: In Bezug auf die Kategorie der Zusatzangaben, die den Anleger mit Details versorgen sollen, ist die schlichte Verneinung eines Sachverhalts in Form eines Negativtestats möglich bei Angaben, bei denen der Ordnungsgeber sprachlich bereits deutlich gemacht hat, dass er davon ausgeht, dass gewisse Angaben nicht bei jeder Vermögensanlage oder jedem Emittenten vorliegen. Von derartigen Angaben sind jedoch die Kern- bzw. Grundangaben des Prospektes zu unterscheiden, die nicht im Verkaufsprospekt fehlen dürfen und zu denen auch die Angabe über das Investitionsobjekt gehört. Diese können nicht durch ein Negativtestat im Prospekt ersetzt werden. Eine derartige Differenzierung ist auch im Auslegungsschreiben der BaFin angedeutet. In Abgrenzung zu Negativtestaten, bei denen bei bestimmten, nicht vorliegenden Sachverhaltskonstellationen<sup>256</sup> die bestimmte Angabe tatsächlich entbehrlich ist<sup>257</sup>, wird im Rahmen der Behandlung der Blind Pool-Thematik<sup>258</sup>, deutlich, dass die BaFin davon ausgeht, dass die Angabe zum Investitionsobjekt eine solche ist, die tatsächlich getätigt werden muss<sup>259</sup>. Würde man derart wichtige Grundangaben ohne gesetzliche Grundlage Negativtestaten zugänglich machen, würde dies zu einer erheblichen Rechtsunsicherheit führen. So würde zudem der Verwaltungspraxis überlassen, die prospektrechtliche Mindestangaben im Einzelfall zu variieren.

#### **b) Angabe über die Anlageziele und -politik als Substitut**

Eine Substituierung der Angaben über die Anlageobjekte durch eine Darstellung der Anlageziele und Anlagepolitik, mit der sich geschlossen beholfen wurde,<sup>260</sup> war an sich ebenfalls nicht möglich. Die Darstellung der Anlagestrategie und der Investitionskriterien, die durchgängig als Substitute für die fehlende

---

<sup>254</sup> Zu der nach der Art der Erklärung zu differenzierenden Unterscheidung von echten und unechten Negativtestaten *Voß*, in Arndt/*Voß*, VerkProspG, § 2 VermVerkProspV Rn. 21 ff.

<sup>255</sup> Siehe hierzu oben 2. Teil BII1a)(1).

<sup>256</sup> Dies gilt im Einzelfall für bestimmte Informationsbestandteile, die als Mindestangaben nach den prospektrechtlichen Vorgaben grundsätzlich in den Prospekt aufzunehmen sind, aber aufgrund der rechtlichen oder tatsächlichen Eigenschaften der Vermögensanlage von der Natur der Sache her nicht gemacht werden können, Auslegungsschreiben der BaFin zur Prospektpflicht für Vermögensanlagen-Verkaufsprospekte v. 30.06.2005, Ziff. 4.

<sup>257</sup> Auslegungsschreiben der BaFin zur Prospektpflicht für Vermögensanlagen-Verkaufsprospekte v. 30.06.2005, Ziff. 4. („Mindestangaben, die aufgrund der Rechtsnatur der Anlageform nicht möglich sind“). In diesen Fällen sei nur ein Hinweis in Bezug auf die fehlende Angabe mit einer Mitteilung darüber erforderlich, warum die Mindestangabe nicht in den Prospekt aufgenommen wurde.

<sup>258</sup> Auslegungsschreiben der BaFin zur Prospektpflicht für Vermögensanlagen-Verkaufsprospekte v. 30.06.2005, Ziff. 7 („Mindestangaben, die zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Prospekts noch nicht oder nicht im Detail feststehen“).

<sup>259</sup> Zumindest sobald die Angaben vorliegen, in Form eines Nachtrags, Auslegungsschreiben der BaFin zur Prospektpflicht für Vermögensanlagen-Verkaufsprospekte v. 30.06.2005, Ziff. 7.

<sup>260</sup> Statt aller *Keunecke*, Prospekte im Kapitalmarkt, Rn. 622, S. 331 f.

Angabe über das konkrete Anlageobjekt vorgeschlagen werden,<sup>261</sup> können die Darstellung der Investitionsobjekte in ihrem Aussagegehalt nicht ersetzen, da den jeweiligen Angaben ein eigener Informationsgehalt auf unterschiedlich tiefen inhaltlichen Ebenen innewohnt. Anlageziele stellen abstrakt den gemeinsamen Geschäftszweck der Emissionsgesellschaft und der zukünftig beitretenden Anleger dar<sup>262</sup>, im Sinne von den mit der Anlage verfolgten wirtschaftlichen Absichten (steuer- und gesellschaftsrechtliche Aspekte sowie die Ziele hinsichtlich der Finanz- und Ertragslage<sup>263,264</sup>). Unter der Angabe zu der Anlagepolitik des Fonds sind die Geschäftspolitik bzw. die Konzepte, die zur Erreichung der Anlageziele eingesetzt werden sollen, darzustellen<sup>265</sup>. Die Beschreibung der Art und Weise der Erreichung des Anlageziels muss die entsprechenden Strategien und die eingesetzten Mittel beinhalten und verständlich erläutern, was aus Sicht der Emissionsgesellschaft notwendig ist, um die gesetzten Anlageziele zu erreichen<sup>266</sup>. Hierzu zählen Angaben zu den Auswahlprozessen hinsichtlich des Investitionsobjekts, z.B. nach Art und Weise der Nutzbarkeit, Größe, geografischer Lokalisation, abgrenzbarer Märkte oder nach der Größenordnung der Beteiligung<sup>267</sup>. Auch wenn bei den Angaben über die Anlageziele und Anlagepolitik bereits ein Bezug zu den avisierten Anlageobjekten hergestellt werden sollte, um diesen Aussage- und Unterscheidungskraft zu verleihen,<sup>268</sup> ist der Inhaltskern dieser Angaben ein anderer, da bei den Angaben gemäß § 9 Abs. 1 VermVerkProspV eine wesentlich allgemeinere Darstellung von übergeordneten Zielen und entsprechenden Maßnahmen zu deren Umsetzung vorgenommen werden sollte und auch ausreichte. Hätte nicht differenziert werden müssen, hätte schon die Pflicht zur Aufnahme einer gesonderten Darstellung der konkreten Projekte keinen eigenen Zweck verfolgt und wäre überflüssig gewesen. Die Angabe des konkreten Anlageobjekts war zudem eine weitere inhaltliche Prospektanforderung an gewisse Typen von Fonds. Ausweislich des Wortlauts („zusätzlich“) stand diese Angabepflicht bei den bestimmten in § 9 Abs. 2 VermVerkProspV genannten Fondsstrukturen neben der Pflicht zur Angabe über die Anlageziele und Anlagepolitik aus § 9 Abs. 1 VermVerkProspV und nicht alternativ zu diesen<sup>269</sup>. Anlageziele können in Form einer Anlagestrategie für eine Vielzahl von Fonds ähnlich formuliert werden. Anhand dieser Angabe ist es grundsätzlich nicht möglich die Zielobjekte, die für eine tatsächliche Investition geplant sind, zu unterscheiden. Durch die Konkretisierung

---

<sup>261</sup> *Moritz/Grimm*, BB 2005, 337 (341); *Keunecke*, Prospekte im Kapitalmarkt, Rn. 622, S. 332; *Voß*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 27; *Maas*, in: *Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb*, WpPG/VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 19 f.; *Henrichs*, in: *Schwark/Zimmer*, KMR, § 9 VermVerkProspV Rn. 3.

<sup>262</sup> *Maas*, in: *Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb*, WpPG/VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 5.

<sup>263</sup> *Maas*, in: *Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb*, WpPG/VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 6.

<sup>264</sup> *Voß*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 4.

<sup>265</sup> *Unzicker*, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 7; *Voß*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 5.

<sup>266</sup> *Maas*, in: *Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb*, WpPG/VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 7.

<sup>267</sup> *Maas*, in: *Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb*, WpPG/VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 7.

<sup>268</sup> *Unzicker*, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 5; zu eng ist aber dessen Definition der Anlageziele, die hierunter eine Beschreibung der Gegenstände, in die der Emittent das von Anlegern eingeworbene Kapital zu investieren beabsichtigt, fasst, *Unzicker*, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 7.

<sup>269</sup> Auch wenn die Angaben gemäß § 9 Abs. 1 und 2 VermVerkProspV aus Gründen der Verständlichkeit grundsätzlich zusammengefasst werden können, *Maas*, in: *Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb*, WpPG/VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 22.

verschiedener Investitionsobjekte wird die Vermögensanlage erst von anderen unterscheidbar individualisiert. Anhand der Zielobjekte entscheidet der Anleger über eine Investition, da sie die Vermögensanlage kennzeichnen. Die Hervorhebung spezifischer Merkmale, die einen Fonds gerade kennzeichnen und ihn von anderen Anlagen differenzierbar machen, ist die Information, die dem Anleger erst seine Entscheidungsgrundlage bietet. Diese wird nicht über die Angabe zu den Anlagezielen, die nur eine Darstellung der groben Anlagestrategie enthält, vermittelt. Durch die Darstellung der Anlagestrategie wird dem Anleger gerade noch keine fundierte Bewertungsgrundlage vermittelt.

Der Verweis darauf, dass im Rahmen des § 9 Abs. 1 VermVerkProspV die Angaben dann detaillierter zu erfolgen hätten<sup>270</sup>, war wenig zielführend. Denn gemäß § 9 Abs. 1 VermVerkProspV war über die Anlageziele und Anlagepolitik vor allem anzugeben, für welche konkreten Projekte die Nettoeinnahmen genutzt werden sollten. Die Angabepflichten bezüglich der konkreten Projekte sowie der Anlageobjekte haben aber mindestens den gleichen Inhaltsgehalt<sup>271</sup>, sodass sich die Problematik der Unmöglichkeit der Darstellung der Investitionsobjekte für Blind Pools im Rahmen der Angabepflichten des § 9 Abs. 1 VermVerkProspV bei der Darstellung der konkreten Projekte in gleichem Maße stellte<sup>272</sup>. Aus dem gleichen Grund führte auch der Umstand, dass die sonstigen Anforderungen des § 9 Abs. 2 VermVerkProspV auf den Fall bereits feststehender Anlageobjekte zugeschnitten waren, nicht zwingend dazu, dass die Pflicht zur Darstellung des Anlageobjekts bei noch nicht konkretisierten Objekten entfallen wäre<sup>273</sup>. Zudem ist die Eröffnung des Anwendungsbereichs des § 9 Abs. 2 VermVerkProspV explizit an das Vorliegen von Anteilen, die eine Beteiligung an dem Ergebnis eines Unternehmens gewähren, Anteilen an Treuhandvermögen und Anteilen an sonstigen geschlossenen Fonds geknüpft – nicht jedoch daran, dass Anlageobjekte bereits feststehen.

Ein Absehen von der Angabepflicht konnte auch nicht damit gerechtfertigt werden, dass die Anforderungen an die Vollständigkeit an dem allgemeinen Grundsatz der Wahrheit ausgerichtet werden müssen<sup>274</sup>. Die Richtigkeit von Angaben ist ein Aspekt, dem unabhängig von der Bewertung der vollständigen Darstellung der Angaben zu entsprechen ist. Auch die Verordnungsbegründung zu § 9 Abs. 1 VermVerkProspV ging auf die Problematik ein, dass „in einem frühen Stadium (...) die Angaben weniger konkret sein [können] als bei weit fortgeschrittenen Projekten. Dies führt jedoch auch bei in einem frühen Entwicklungsstadium befindlichen Projekten nicht dazu, dass völlig vage Angaben möglich sind“<sup>275</sup>. Allgemeine, noch vage gehaltene Angaben sind bei der Darstellung der Anlageziele und -politik möglich.

---

<sup>270</sup> Maas, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 19.

<sup>271</sup> Unzicker, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 14; Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 11. Der Begriff des „Projekts“ ist nach der Aufsichtspraxis mit dem der „Anlageobjekte“ sogar gleichzusetzen, Unzicker, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 14; z.T. wird der Begriff des „Projekts“ weiter gefasst, Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 11.

<sup>272</sup> Dies zeigt auch, dass die Blind Pool-Problematik teils im Rahmen von § 9 Abs. 1 VermVerkProspV, teils im Rahmen von § 9 Abs. 2 Nr. 1 VermVerkProspV dargestellt wird.

<sup>273</sup> Unzicker, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 43; ähnlich Keunecke, Prospekte im Kapitalmarkt, Rn. 623, S. 331 f.

<sup>274</sup> Maas, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 20.

<sup>275</sup> Begr. VermVerkProspV, Dez. 2004, S. 6.

Die Beschreibung der konkreten Projekte und der Anlageobjekte verlangt hingegen eine ausführliche Beschreibung, die über vage Hinweise oder stichwortartige Darstellungen hinausgeht<sup>276</sup>.

### c) Risikohinweis und Nachtrag

Dem allgemeinen Vorschlag, ein Hinweis der fehlenden Angabe über die Investitionsobjekte im Rahmen der Risikodarstellung wäre (gepaart mit einem Nachtrag) ausreichend<sup>277</sup>, war ebenfalls entgegenzutreten. Ein Hinweis auf fehlende Angaben kann keine Information über sämtliche, für eine zutreffende Beurteilung notwendigen Angaben ersetzen. Der Umstand, dass der potentielle Anleger in Kenntnis darüber gesetzt wird, dass nicht alle Pflichtangaben in den Verkaufsprospekt aufgenommen worden sind, führt nicht dazu, dass ihm eine umfassende Informationsgrundlage hinsichtlich der wesentlichen Kernangaben zu der Bewertung der Vermögensanlage geboten wird. Eine Aufklärung in dem Rahmen der Risikodarstellung<sup>278</sup> des Prospekts ersetzt auch keine inhaltliche Information. Eine solche Möglichkeit, nicht dargestellte Informationen über einen Hinweis in dem Rahmen der Risikodarstellung abzuhandeln, war zudem nicht in der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung vorgesehen.

Auch die Lösung über einen Nachtrag (gemäß § 10 VerkProspG<sup>279</sup> oder § 11 VerkProspG<sup>280</sup>) war nach den gesetzlichen Voraussetzungen dieser Normen nicht möglich. Nachträge bei unvollständigen Prospekten waren in § 10 VerkProspG geregelt<sup>281</sup>, der ausnahmsweise die Veröffentlichung eines noch unvollständigen Prospekts zuließ, wenn einzelne Angebotsbedingungen erst kurz vor dem öffentlichen Angebot festgesetzt wurden<sup>282</sup>. § 10 VerkProspG sollte eine flexible Reaktion und kurzfristige Ergänzung des Prospekts hinsichtlich solcher Informationen, die von Veränderungen des Kapitalmarkts ab-

---

<sup>276</sup> Maas, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 27.

<sup>277</sup> Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 26.

<sup>278</sup> Maas, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 20; Moritz/Grimm, BB 2005, 337 (341).

<sup>279</sup> Unzicker, VerkProspG, § 10 VerkProspG Rn. 14 ff.

<sup>280</sup> Maas, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 11 VerkProspG Rn. 27; Unzicker, VerkProspG, § 11 VerkProspG Rn. 27; Könecke/Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 11 VerkProspG Rn. 17; Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 26.

<sup>281</sup> Bruchwitz, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 10 VerkProspG Rn. 7.

<sup>282</sup> Unzicker, VerkProspG, § 10 VerkProspG Rn. 4.

hängig sind und dadurch typischerweise erst kurzfristig vor dem öffentlichen Angebot festgesetzt werden können<sup>283</sup>, ermöglichen<sup>284</sup>. Zusammen mit dem Nachtrag bildete dieser einen vollständigen Prospekt<sup>285</sup>, sodass der Grundsatz, dass nur vollständige Prospekte zur Grundlage eines öffentlichen Angebots gemacht werden dürfen, gewahrt blieb<sup>286</sup>. Die Norm erlangte jedoch keine Praxisrelevanz<sup>287</sup>. Gerade die Anlageobjekte, in die geschlossene Fonds investieren, unterliegen ob der hohen Investitionssummen der Anlageobjekte (Schiffe, Immobilien, Flugzeuge) in der Regel keinen kurzfristigen Entscheidungen<sup>288</sup>. Auch kann schon die Qualifikation des Anlageobjekts als Angebotsbedingung bezweifelt werden, da hierunter eigentlich nur solche Informationen, die die Ausgestaltung der Vermögensanlage selbst betreffen (Emissionspreis, Verzinsung, Laufzeit)<sup>289</sup>, gefasst werden. Vor allem weil der Zeitraum zwischen der Einreichung bzw. der Gestattung des Prospekts durch die BaFin und der darauf folgenden Veröffentlichung des Prospekts und dem Beginn des öffentlichen Angebots in der Regel nicht lang ist, sind Fallgestaltungen, bei denen bei der Einreichung des Prospekts noch kein Investitionsobjekt vorliegt, jedoch sodann zu Beginn des öffentlichen Angebots, kaum denkbar<sup>290</sup>. Die Entscheidung über das Anlageobjekt ist bei Blind Pools auch noch zu dem Zeitpunkt, zu dem das öffentliche Angebot getätigt wird, nicht gefallen<sup>291</sup>. Zeitlich endete mit dem öffentlichen Angebot der Anwendungsbereich des § 10 VerkProspG jedoch<sup>292</sup>.

§ 11 VerkProspG hingegen setzte in seinem Anwendungsbereich bereits einen vollständigen Prospekt voraus<sup>293</sup>, da er einschlägig war, sofern seit der „Gestattung“<sup>294</sup> Veränderungen eingetreten waren<sup>295</sup>.

---

<sup>283</sup> Assmann, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 10 VerkProspG Rn. 5.

<sup>284</sup> Unzicker, VerkProspG, § 10 VerkProspG Rn. 3, 9.

<sup>285</sup> Die BaFin überprüft auch den Nachtrag auf Vollständigkeit und Richtigkeit, sodass bei fehlender Konkretetheit des Objekts ein öffentliches Angebot aufgrund dieses Prospekts immer noch scheitern kann, Assmann, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 10 VerkProspG Rn. 18; Bruchwitz, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 10 VerkProspG Rn. 25.

<sup>286</sup> Bruchwitz, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 10 VerkProspG Rn. 7.

<sup>287</sup> Bruchwitz, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 10 VerkProspG Rn. 9; Unzicker, VerkProspG, § 10 VerkProspG Rn. 2, 6. Angaben zu Vermögensanlagen unterliegen regelmäßig keinen Marktschwankungen und es besteht kein Bedürfnis hinsichtlich einer schnellen Reaktionsmöglichkeit bei der Kalkulierung eines wettbewerbsfähigen Erwerbspreises wie bei Wertpapieren, auf die die Vorgängernorm zugeschnitten war, Bruchwitz, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 10 VerkProspG Rn. 14.

<sup>288</sup> So aber Unzicker, VerkProspG, § 10 VerkProspG Rn. 15.

<sup>289</sup> Krämer, in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2011, § 10 VerkProspG Rn. 2; Assmann, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 10 VerkProspG Rn. 5, der aber trotz seiner Definition explizit auch das Anlageobjekt mit umfassen möchte.

<sup>290</sup> Ähnlich Unzicker, VerkProspG, § 10 VerkProspG Rn. 16.

<sup>291</sup> Bruchwitz, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 10 VerkProspG Rn. 14; Unzicker, VerkProspG, § 10 VerkProspG Rn. 16.

<sup>292</sup> Unzicker, VerkProspG, § 10 VerkProspG Rn. 16.

<sup>293</sup> Unzicker, VerkProspG, § 11 VerkProspG Rn. 6.

<sup>294</sup> Die Gestattung erfolgte nur, sofern sämtliche, erforderlichen Angaben im Prospekt enthalten waren, er also vollständig war, § 8i Abs. 2 Sätze 1 und 5 VermVerkProspV.

<sup>295</sup> Maas, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 11 VerkProspG Rn. 12; Könecke/Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 11 VerkProspG Rn. 10; Unzicker, VerkProspG, § 11 VerkProspG Rn. 16.

Zeitlich umfasste die Nachtragspflicht die Phase der Dauer des öffentlichen Angebots<sup>296</sup> hinsichtlich solcher Änderungen, die in der Phase zwischen der Gestattung der Veröffentlichung des Verkaufsprospekts und dem Abschluss der Platzierung eintraten<sup>297</sup>. Der Verkaufsprospekt war während der Dauer des öffentlichen Angebots laufend zu aktualisieren<sup>298</sup>, damit sichergestellt war, dass das Publikum während des gesamten öffentlichen Angebots seine Anlageentscheidung aufgrund einer aktuellen und für seine Entscheidung wesentlichen Informationsgrundlage fällen konnte<sup>299</sup>. Eine Gestattung des Verkaufsprospekts konnte jedoch grundsätzlich erst erfolgen, sofern der Prospekt gemäß § 8g Abs. 1 S. 1 VerkProspG sämtliche Angaben, die notwendig sind, um dem Publikum eine zutreffende Beurteilung des Emittenten und der Vermögensanlage zu ermöglichen, sowie die nach der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung aufzunehmenden Mindestangaben enthielt<sup>300</sup>. Die Nachtragsmöglichkeit gemäß § 11 VerkProspG konnte damit nicht für eine Ergänzung einer Mindestangabe herhalten. Zwar war einhellig anerkannt, dass über § 11 VerkProspG auch im Falle anfänglicher Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit die Möglichkeit bestand, den Prospekt durch einen Nachtrag zu ergänzen<sup>301</sup>. Allerdings wurde diese Ausnahme gemacht, da der Anbieter eines unvollständigen Prospekts ohne eine Nachtragsmöglichkeit ansonsten nur die Möglichkeit hatte, das auf der Grundlage des aktuellen – fehlerhaften – Prospekts laufende, öffentliche Angebot unmittelbar zu beenden<sup>302</sup>, nicht jedoch für eine planmäßige Nutzung, die zudem Prospekthaftungsansprüche auslösen konnte (§ 13 VerkProspG i.V.m. §§ 44 bis 47 BörsG). Da Nachträge gemäß § 11 VerkProspG nicht mehr der Gestattung durch die BaFin unterlagen<sup>303</sup>, bestand das Risiko, dass durch ein planmäßiges Verhalten die Prospektgestattung einzelner Angaben umgangen worden wäre.

---

<sup>296</sup> Aus Anlegerschutzgesichtspunkten werden Nachträge bereits vor Beginn des öffentlichen Angebots befürwortet in Fällen, in denen zwischen der Veröffentlichung des gestatteten Prospekts und dem Beginn des öffentlichen Angebots ein längerer Zeitraum liegt, („Nachtragsrecht“) *Könnecke/Voß*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, § 11 VerkProspG Rn. 32.

<sup>297</sup> *Unzicker*, VerkProspG, § 11 VerkProspG Rn. 16 ff.; *Krämer*, in: *Heidel*, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2011, § 11 VerkProspG Rn. 4; zur Nachtragspflicht betreffend Veränderungen, die zwischen der Übermittlung des Prospekts an die BaFin und dessen Gestattung zur Veröffentlichung eintreten, *Könnecke/Voß*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, § 11 VerkProspG Rn. 10.

<sup>298</sup> *Unzicker*, VerkProspG, § 11 VerkProspG Rn. 15; *Könnecke/Voß*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, § 11 VerkProspG Rn. 6.

<sup>299</sup> *Maas*, in: *Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb*, WpPG/VerkProspG, § 10 VerkProspG Rn. 2.

<sup>300</sup> Ansonsten untersagt die BaFin gemäß § 8i Abs. 2 S. 5 VerkProspG die Veröffentlichung des Prospekts.

<sup>301</sup> *Groß*, in: *Groß*, KMR, 4. Aufl. 2009, § 11 VerkProspG Rn. 5; *Zwissler*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, HB Kapitalmarktinformation, 1. Aufl. 2008, § 6 Rn. 98; *Krämer*, in: *Heidel*, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2011, § 11 VerkProspG Rn. 3; *Könnecke/Voß*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, § 11 VerkProspG Rn. 59; *Unzicker*, VerkProspG, § 11 VerkProspG Rn. 24; einschränkend *Stephan*, AG 2002, 3 (9).

<sup>302</sup> *Könnecke/Voß*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, § 11 VerkProspG Rn. 60; hinsichtlich der alternativ bestehenden theoretischen Möglichkeit der „Berichtigung“ anfänglicher Unrichtigkeiten *Unzicker*, VerkProspG, § 11 VerkProspG Rn. 25 unter Verweis auf Rn. 8 ff.

<sup>303</sup> Sie waren nur noch bei ihr zu hinterlegen, *Unzicker*, VerkProspG, § 11 VerkProspG Rn. 3, 6, 36; dies folgte daraus, dass § 11 S. 2 VerkProspG gerade nicht auf § 8i Abs. 2 VerkProspG (Gestattung des Verkaufsprospekts durch die BaFin) verwies.

#### d) Fehlende Ermächtigungsgrundlage und Unterbindung von Fondsstrukturen

Das Vorbringen, dass es bei konsequenter Anwendung des Gesetzes bzw. der Verordnungsanforderungen zu einer Unterbindung von Fondsstrukturen käme, war unberechtigt. Richtig ist zwar, dass die Ermächtigungsgrundlage des § 8g Abs. 2 VerkProspG keinerlei Ermächtigung zu einer Unterbindung von Fondsstrukturen enthielt<sup>304</sup>. § 8g Abs. 2 VerkProspG ermächtigte die Bundesregierung, durch Rechtsverordnung die zum Schutz des Publikums erforderlichen Vorschriften über die Sprache, den Inhalt und den Aufbau des Verkaufsprospekts zu erlassen. Wäre durch die Verordnung eine Unterbindung von Fondsstrukturen vorgenommen worden, hätte dies in der Tat gegen den Vorbehalt des Gesetzes verstoßen. Es bestand aber ein weiterer Anwendungsbereich für Blind Pools im Rahmen von Fonds, die nicht den nicht in Wertpapieren verbrieften Fondsbereich betrafen und die damit hinsichtlich einer Prospekterstellung nicht dem Verkaufsprospektgesetz unterlagen. War das Verkaufsprospektgesetz gar nicht einschlägig und bestand somit keine Prospekterstellungspflicht entsprechend den Anforderungen der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung, war außerhalb dieses Bereichs das öffentliche Angebot von Blind Pools grundsätzlich möglich. Eine generelle Unzulässigkeit von Blind Pools konnte durch das Verkaufsprospektgesetz i.V.m. der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung also schon gar nicht hervorgerufen werden.

Die einzige Einschränkung, die durch eine konsequente Anwendung des Gesetzes ausgelöst wurde, war, dass eine *öffentliche* Kapitaleinwerbung erst möglich war, wenn das Anlageobjekt feststand. Die Möglichkeit einer öffentlichen Platzierung wurde also nur zeitlich eingeschränkt. Mit den Anforderungen, die die Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung aufstellte, wurde dabei nicht das unternehmerische Konzept eines Blind Pools sanktioniert, sondern nur die Art des Werbens um das öffentliche Publikum<sup>305</sup>. Daneben erfolgte die Einschränkung nicht generell, sondern nur für bestimmte Fälle von Fonds. Aus Gründen der Verhältnismäßigkeit<sup>306</sup> und zur Vermeidung einer Überregulierung<sup>307</sup> waren in § 8f Abs. 2 VerkProspG diverse Ausnahmetatbestände vorgesehen, bei denen trotz grundsätzlicher Einschlägigkeit einer Prospektpflicht von einer Pflicht zur Erstellung eines Verkaufsprospektes nach dem Verkaufsprospektgesetz abgesehen worden war. In derartigen Fällen musste kein Verkaufsprospekt erstellt werden, weil eine verminderte Schutzwürdigkeit der dort aufgeführten Anleger angenommen wurde<sup>308</sup>. Angebote, bei denen von derselben Vermögensanlage nicht mehr als 20 Anteile angeboten wurden (Maximalstückelung) oder bei denen der Verkaufspreis der in einem Zeitraum von zwölf

---

<sup>304</sup> *Moritz/Grimm*, BB 2005, 337 (341); *Voß*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn 24.

<sup>305</sup> So auch *Maas*, in: *Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb*, WpPG/VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 20.

<sup>306</sup> Vgl. *Hamann*, in: *Schäfer*, WpPHG/BörsG/VerkProspG, § 2 VerkProspG Rn. 5 (zu Mindeststückelung, Mindestkaufpreis und maximalem Verkaufspreis im VerkProspG a.F.); *Ritz*, in: *Assmann/Lenz/Ritz*, VerkProspG, § 2 VerkProspG Rn. 26 (zu § 2 Nr. 4 3. Alt. VerkProspG a.F.); vgl. *Bongertz*, BB 2012, 470 (471).

<sup>307</sup> *RegBegr. AnSVG*, BT-Drs. 15/3174 v. 24.05.2004, S. 42; *Maas*, in: *Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb*, WpPG/VerkProspG, § 8f VerkProspG Rn. 117; *Arndt/Bruchwitz*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, § 8f VerkProspG Rn. 68; *Hasenkamp*, DStR 2004, 2154 (2155).

<sup>308</sup> Es wurde unterstellt, dass sich derartige Anleger selbst Zugang zu Informationen, die für die Beurteilung der Vermögensanlage notwendig sind, verschaffen konnten, *Maas*, in: *Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb*, WpPG/VerkProspG, § 8f VerkProspG Rn. 117; *RegBegr. AnSVG*, BT-Drs. 15/3174 v. 24.05.2004, S. 42; *Fleischer*, BKR 2004, 339 (341); *Arndt/Bruchwitz*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, § 8f VerkProspG Rn. 68; *Unzicker*, VerkProspG,

Monaten angebotenen Anteile insgesamt 100.000 Euro nicht überstieg (maximaler Verkaufspreis) oder bei denen der Preis jedes angebotenen Anteils mindestens 200.000 Euro je Anleger betrug (Mindestkaufpreis), waren von der Prospektspflicht ausgenommen<sup>309</sup>. Auch unterlagen Angebote an institutionelle Anleger nicht der Prospektspflicht<sup>310</sup>. Vor allem aber bestand die Möglichkeit über sog. Private Placements an einen begrenzten Kreis von Anlegern<sup>311</sup>, die dem Anbieter im Einzelnen bekannt waren und anhand einer gezielten Auswahl aufgrund individueller Gesichtspunkte angesprochen wurden, heranzutreten<sup>312</sup>. Über die Ausnahmetatbestände des § 8f Abs. 2 VerkProspG von der Prospekterstellungspflicht konnte damit auch Blind Pool-Fonds der Zugang zu einem breiten kapitalstarken Publikum eröffnet sein, ohne dabei an die Erstellung eines an den strengen Anforderungen der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung orientierten Verkaufsprospekts gebunden zu sein. Ein faktisches Verbot von Blind Pool-Fonds bestand also gar nicht.

Aus dem gleichen Grund überzeugte auch die Sorge, dass mit einer Prospektunfähigkeit von Blind Pools ein wichtiges Element der Mittelstandsfinanzierung verdrängt würde<sup>313</sup>, nicht. Zudem waren der Mittelstandsfinanzierung keine Grenzen gesetzt, sofern einzig der Zeitpunkt des Herantretens an den Kapitalmarkt auf den Moment, in dem bereits darüber informiert werden konnte, welche Projekte finanziert werden sollten, verschoben wurde. Da schon keine Unterbindung von Fondsstrukturen erfolgte, stellte sich auch nicht die Frage nach der Verfassungskonformität der Anforderungen der Verordnung<sup>314</sup>. Vor allem aber weil das Erfordernis der Angabe des Investitionsobjekts bereits auf gesetzlicher Ebene verankert war<sup>315</sup>, erforderte der Umstand, dass bestimmte Angabepflichten in Einzelfällen nicht erfüllt werden können, keine verfassungskonforme Auslegung der prospektrechtlichen Anforderungen. Aus dem gleichen Grund stellten die Einschränkungen, denen Blind Pools hierdurch unterlagen, keinen Verstoß

---

§ 8f VerkProspG Rn. 111 ff.; *Arndt/Bruchwitz*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, § 8f VerkProspG Rn. 80; *Maas*, in: *Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb*, WpPG/VerkProspG, § 8f VerkProspG Rn. 160 f.

<sup>309</sup> § 8f Abs. 2 Nr. 3 VerkProspG. *Maas*, in: *Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb*, WpPG/VerkProspG, § 8f VerkProspG Rn. 128.

<sup>310</sup> § 8f Abs. 2 Nr. 4 VerkProspG.

<sup>311</sup> Die Bestimmung des begrenzten Personenkreises wird aufgrund des Schutzzwecks der angesprochenen Anleger qualitativ bestimmt, wobei die quantitative Begrenzung auf unter 100 Anleger Indizwirkung hat, *Maas*, in: *Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb*, WpPG/VerkProspG, § 8f Rn. 121; *Schäfer*, ZIP 1991, 1557 (1559 f.) (zum VerkProspG a.F.). Regelmäßig wurde ein begrenzter Personenkreis angenommen, wenn es sich nicht um ein öffentliches Angebot handelte, wobei die Voraussetzungen eines öffentlichen Angebots und das Verhältnis zu einer Privatplatzierung im Einzelnen streitig sind, *Arndt/Bruchwitz*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, § 8f VerkProspG Rn. 17, 78; *Maas*, in: *Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb*, WpPG/VerkProspG, § 8f VerkProspG Rn. 118 ff.; vgl. *Hamann*, in: *Schäfer*, WpHG/BörsG/VerkProspG, § 1 VerkProspG Rn. 13 ff. (zu den vergleichbaren Wertungen des VerkProspG a.F.); *Manzei*, WM 2006, 845 (847) (strenges Regel-Ausnahme-Prinzip zwischen dem Begriff des begrenzten Personenkreises und dem des öffentlichen Angebots).

<sup>312</sup> § 8f Abs. 2 Nr. 6 VerkProspG.

<sup>313</sup> *Keunecke*, Prospekte im Kapitalmarkt, Rn. 587, S. 311; *Moritz/Grimm*, BB 2005, 337 (341).

<sup>314</sup> So aber *Keunecke*, Prospekte im Kapitalmarkt, Rn. 586, S. 311; *Voß*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn 25; *Unzicker*, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 40; vgl. *Zwissler*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, HB Kapitalmarktinformation, 1. Aufl. 2008, § 6 Rn. 74.

<sup>315</sup> Bereits nach dem allgemeinen Prospektgrundsatz stellte die Angabe über die Verwendung des eingesammelten Kapitals eine notwendige Angabe dar, siehe 2. Teil BII1b).

gegen den Vorbehalt des Gesetzes dar<sup>316</sup>. Die Festlegung gewisser Prospektmindestangaben zielte nicht darauf ab, gewisse Fondsstrukturen zu unterbinden, sondern sollte nur gewährleisten, dass an den Kapitalmarkt mit einem öffentlichen Angebot erst herangetreten werden konnte, wenn gewisse Informationen über die Vermögensanlage und den Emittenten vorlagen.

#### e) Dachfonds

Die Unmöglichkeit, ein konkretes Investitionsobjekt im Verkaufsprospekt anzugeben, konnte auch nicht durch eine Dachfondskonstruktion vermieden werden. Das Modell von Funds of Funds bzw. Dachfonds hat sich insbesondere im Private Equity-Bereich im Zuge der Spezialisierung einzelner Private Equity-Fonds zu einer Aufrechterhaltung diversifizierter Portfolios herausgebildet<sup>317</sup>. Im Rahmen mehrstöckiger Konstruktionen beteiligt sich der öffentlich angebotene Fonds nicht direkt an einem Wirtschaftsgut, sondern investiert nur in einen Zwischenfonds, der meist eine hundertprozentige Tochtergesellschaft<sup>318</sup> des zu prospektierenden Fonds ist und der dann erst in ein Zielobjekt, das zu der Zeit der Prospektaufstellung jedoch noch nicht feststeht, investiert<sup>319</sup>. Das akquirierte Kapital des Anlegers wird dabei nicht in einen Einzelfonds, der seinerseits in einzelne Anlageobjekte investiert, sondern in einen dem Fonds, der in die Zielobjekte investiert, übergeordneten Fonds investiert<sup>320</sup>.

Teilweise wurde vertreten, die Angaben zu den Investitionsobjekten würden nur Angaben zu dem direkten Beteiligungsobjekt, was in solchen Fällen der Zwischenfonds sei, umfassen<sup>321</sup>. Eine derart formale Betrachtung war jedoch aus Anlegerschutzgesichtspunkten nicht sachgerecht<sup>322</sup>. Die Mindestangabepflichten zum Anlageobjekt wären über eine Dachfondskonstruktion unterlaufen<sup>323</sup> und dem Anleger so die maßgebliche Beurteilungsgrundlage der Vermögensanlage und die wirtschaftlich entscheidenden Aspekte eines Fondsbeitritts vorenthalten worden<sup>324</sup>. Nach dem Sinn und Zweck der Angabepflicht musste daher eine wirtschaftliche Betrachtungsweise erfolgen<sup>325</sup> und der Beurteilungsgegenstand für die Angaben nicht nur die direkte Beteiligungsgesellschaft, sondern zudem das tatsächliche Anlageobjekt, in das die Anlegergelder letztendlich fließen sollten, unabhängig von der Tiefe der Verortung der

---

<sup>316</sup> So aber Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 25.

<sup>317</sup> Feldhaus, in: Feldhaus/Veith, Frankfurter Kommentar zu Private Equity, Kap. 1, D. I. 2. Rn. 54, S. 19.

<sup>318</sup> Teilweise wird die Geschäftstätigkeit des Emittenten sogar auf die Ebene einer Enkelgesellschaft oder auf eine noch tiefere Ebene verlagert, Unzicker, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 49.

<sup>319</sup> Vgl. auch Förster/Hertrampf, Das Recht der Investmentfonds, A. II, S. 22.

<sup>320</sup> Von Kuhlberg/Seidel, in: Jesch/Striegel/Boxberger, Rechtshandbuch Private Equity, 1. Teil, § 3 2.1, S. 37 f.

<sup>321</sup> Unzicker, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 49 ff.; Maas, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 28 ff.

<sup>322</sup> Dass dem Anlegerschutz so besser gedient ist, wird auch von der Gegenansicht zugestanden, Unzicker, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 51.

<sup>323</sup> Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 30, Einzelheiten Rn. 29.

<sup>324</sup> Obwohl es dem Ordnungsgeber mit § 9 VermVerkProspV gerade um Angabepflichten hinsichtlich eines konkreten „Assets“ ging, Krämer, in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2011, § 8g VerkProspG Rn. 11a; Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 30, Einzelheiten Rn. 29.

<sup>325</sup> Hierzu in diesem Zusammenhang Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 28, 31. A. A. (bilanzielle Zuordnung, daher Betrachtung auf Ebene der Zweckgesellschaft) Maas, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 29 ff., 39.

gesellschaftsrechtlichen Struktur, sein<sup>326</sup>. Bei mehrstöckigen Konstruktionen hatte daher nicht nur die letzte Untergesellschaft, deren Investitionsobjekt noch nicht feststeht, als Blind Pool zu gelten, sondern es musste ein Durchgriff nach oben erfolgen, sodass auch der Dachfonds als Blind Pool zu gelten hatte<sup>327</sup>.

### C. Ausstrahlungswirkung des fehlenden Anlageobjekts

Die Unvollständigkeit eines Verkaufsprospekts bei geschlossenen Fonds, die als Blind Pools konzipiert sind, folgte nicht nur daraus, dass bei diesen der Angabepflicht hinsichtlich des Investitionsobjekts mangels bereits feststehenden Assets nicht entsprochen werden konnte. Auch verschiedene andere, nach der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung geforderte Angabepflichten konnten bei Blind Pools nicht getätigt werden, da die Erstellung dieser Angaben nur unter Bezugnahme auf ein konkretes Anlageobjekt möglich war bzw. diese nur unter Bezugnahme auf ein Investitionsobjekt einen tatsächlichen Inhaltskern, der dem Anleger einen Mehrwert an Informationen für die Beurteilung der Vermögensanlage bietet, erhielten.

#### I. Details hinsichtlich des Anlageobjekts

Sämtliche bei geschlossenen Fonds zusätzlich über das Anlageobjekt aufzunehmenden Angaben gemäß § 9 Abs. 2 Nrn. 2 bis 9 VermVerkProspV konnten nicht getätigt werden. Denn alle diese Angaben bezogen sich direkt auf das Anlageobjekt. So war z.B. anzugeben, ob behördliche Genehmigungen für das Anlageobjekt erforderlich waren bzw. inwieweit diese vorlagen, welche Verträge der Emittent über die Anschaffung oder Herstellung des Anlageobjekts oder wesentlicher Teile davon geschlossen hatte, und es waren z.B. die Beschränkungen der Verwendungsmöglichkeiten des Anlageobjektes anzugeben<sup>328</sup>.

#### II. Angaben über die Geschäftstätigkeit des Emittenten

Auch die Angabepflicht, über die Geschäftstätigkeit des Emittenten die wichtigsten Tätigkeitsbereiche (§ 8 Abs. 1 Nr. 1 VermVerkProspV) anzugeben, bereitete bei Blind Pools Schwierigkeiten. Im Gegensatz

---

<sup>326</sup> Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 30, Einzelheiten Rn. 29 ff. Diese Handhabung wird dadurch gestützt, dass auch hinsichtlich der vergleichbaren Situation bei Treuhandvermögen eine „Durchschau“ auf das tatsächliche Unternehmen vorgenommen wurde (siehe § 8g Abs. 1 S. 2 VerkProspG sowie § 9 Abs. 2 Nr. 1 S. 3 VermVerkProspV), zu § 8g Abs. 1 S. 2 VerkProspG, RegBegr. AnSVG, BT-Drs. 15/3174 v. 24.05.2004, S. 43; Krämer, in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2011, § 8g VerkProspG Rn. 11a; Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 32. § 9 Abs. 2 Nr. 1 S. 3 VermVerkProspV stellte gerade kein systematisches Gegenargument dar, wie angenommen von Maas, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 41.

<sup>327</sup> Von Kuhlberg/Seidel, in: Jesch/Striegel/Boxberger, Rechtshandbuch Private Equity, 1. Teil, § 3 2.3, S. 38 f.; Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 31; a.A. (kein Blind Pool, weil zumindest Vorverträge oder Absichtserklärungen mit dem vom Dachfonds für ein Investment in Betracht gezogenen Fonds bestehen) Weitnauer, HB Venture Capital, B. II. Rn. 65, S. 82.

<sup>328</sup> Einzelheiten zu den Angabepflichten gemäß § 9 Abs. 2 Nrn. 2 bis 9 VermVerkProspV Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 33 ff.

zur Angabe des Unternehmensgegenstandes<sup>329</sup>, bei der lediglich über den zumeist schon in der Satzung bestimmten und eher allgemein umschriebenen Unternehmensgegenstand zu informieren war<sup>330</sup>, war bei der Angabe über die wichtigsten Tätigkeitsbereiche trotz des kursorischen Charakters eine hinreichende Beschreibung des Tätigkeitsbereichs, die konkret, präzise und ausführlich zu erfolgen hat<sup>331</sup>, vorzunehmen<sup>332</sup>. Die Angaben waren individuell am jeweiligen Einzelfall auszurichten<sup>333</sup>. Die Angabe durfte dabei nicht so allgemein gehalten werden, dass ihr ein tatsächlicher Aussagegehalt fehlte<sup>334</sup> (nicht ausreichend waren z.B. Leerformeln wie „die Wertsteigerung von Immobilien“ oder „der Betrieb einer Solaranlage“<sup>335</sup>). Es musste hier also bereits eine genaue Bezugnahme zu dem tatsächlichen Investitionsobjekt erfolgen, da der Aussagegehalt ansonsten zu allgemein blieb. Auch wäre die Angabe der Geschäftstätigkeit im Sinne der Darstellung der wichtigsten Tätigkeitsbereiche überflüssig, wenn allgemeine, ohne Bezug auf ein bestimmtes Anlageobjekt vorgenommene Angaben ausreichen würden, die bereits im Rahmen von § 5 Nr. 4 VermVerkProspV getätigt werden mussten<sup>336</sup>. Sofern das Anlageobjekt als solches noch nicht feststand, konnte auch dieser Angabepflicht nicht in dem erforderlichen Maße genügt werden<sup>337</sup>.

### III. Risikodarstellung

Durch die gesondert in dem Verkaufsprospekt aufzuführende Risikodarstellung (§ 2 Abs. 2 S. 3 VermVerkProspV)<sup>338</sup> sollte der Anleger an einer Stelle umfassend und ausschließlich über alle wesentlichen Risiken informiert werden<sup>339</sup>. Im Rahmen der Risikodarstellung wird regelmäßig zwischen prognosegefährdenden, anlagegefährdenden sowie anlegergefährdenden Risiken unterschieden<sup>340</sup>. Gerade die Risiken, die ihren Ursprung unmittelbar oder mittelbar in der Sphäre des Anlageobjekts haben, stellen die

---

<sup>329</sup> § 5 Nr. 4 VermVerkProspV.

<sup>330</sup> In Form einer konzisen Nennung der entsprechenden gesellschaftsvertraglichen Regelungen, Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 5 VermVerkProspV Rn. 76.

<sup>331</sup> Assmann, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 8 VermVerkProspV Rn. 3; Lenz, in: Assmann/Lenz/Ritz, VerkProspG, § 7 VerkProspVO Rn. 4 (zur VerkProspVO a.F.); Wetzig, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 94.

<sup>332</sup> Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 8 VermVerkProspV Rn. 4; Unzicker, VerkProspG, § 8 VermVerkProspV Rn. 4.

<sup>333</sup> Unzicker, VerkProspG, § 8 VermVerkProspV Rn. 5.

<sup>334</sup> Assmann, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 8 VermVerkProspV Rn. 3; ausnahmsweise lässt er allgemein gehaltene Angaben jedoch zu, sofern weitere Präzisierungen im Einzelfall nicht erfolgen können.

<sup>335</sup> Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 8 VermVerkProspV Rn. 4; Unzicker, VerkProspG, § 8 VermVerkProspV Rn. 4.

<sup>336</sup> Assmann, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 8 VermVerkProspV Rn. 3.

<sup>337</sup> A.A. Unzicker, VerkProspG, § 8 VermVerkProspV Rn. 5, der es im Falle eines noch nicht feststehenden Portfolios als ausreichend erachtet, nur grobe (Investitions-) Kriterien darzustellen, obwohl er ansonsten auch die Ansicht teilt, dass Leerformeln nicht ausreichend seien.

<sup>338</sup> Wetzig, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 90 f.

<sup>339</sup> Begr. VermVerkProspV, Dez. 2004, S. 3.

<sup>340</sup> Institut der Wirtschaftsprüfer, FN-IDW 2006, 489 (Anlage 1 zu IDW S 4: Anforderung an den Inhalt von Verkaufsprospekten, Ziff. 3.3.). Die Darstellung der anlegergefährdenden Risiken, sofern sie allein aus der Sphäre

Risiken, die in einem Zusammenhang mit der Vermögensanlage einhergehen (anlagegefährdenden Risiken), dar<sup>341</sup>. Diesbezüglich waren auch die Risiken aufzunehmen, die sich aus Verträgen in Bezug auf das Anlageobjekt ergaben<sup>342</sup>. Derartige anlagebezogene Risiken, die das Anlageobjekt selbst betreffen und über eine eventuelle Gefährdung der Vermögensanlage insgesamt zu einem teilweisen oder sogar vollständigen Verlust der Zeichnungssumme führen können, sind wiederum bei Blind Pools wegen der Unsicherheit über das Anlageobjekts nur bedingt einschätzbar<sup>343</sup> und daher nicht verlässlich und mit einem Mehrwert an Informationen darstellbar<sup>344</sup>. Lediglich allgemeine Risiken können so dargestellt werden, tragen jedoch dann nicht zur Einschätzbarkeit der Risiken der konkreten Vermögensanlage bei.

#### IV. Prognosen

In den Verkaufsprospekt mussten auch diverse Prognosen bezogen auf die Geschäftsaussichten des Emittenten<sup>345</sup> sowie die voraussichtliche Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sowie Planzahlen, insbesondere zu Investitionen, Produktion, Umsatz und Ergebnis,<sup>346</sup> aufgenommen werden (§§ 13, 15 Abs. 1 Nrn. 3 und 4 VermVerkProspV)<sup>347</sup>. Prognosen stellen Informationen über zukünftige Umstände oder Ereignisse dar<sup>348</sup>. Sie sollten nur dargestellt werden, wenn mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgegangen werden kann, dass sie in Zukunft existieren oder eintreten werden<sup>349</sup>. Mit dem Prospekt waren vor allem Informationen, die über die gegenwärtige und künftige Lage des Unternehmens im Hinblick auf diverse finanzanalytische Daten und damit über seinen inneren Wert Auskunft geben, zu veröffentlichen<sup>350</sup>. Prognosen sind für den Anleger daher von besonderem Interesse<sup>351</sup>. Sie müssen durch sorgfältig ermittelte Tatsachen gestützt und – aus ex ante-Sicht – kaufmännisch vertretbar sein<sup>352</sup>.

---

des Anlegers resultieren, war – wegen der nicht abschließenden Darstellbarkeit aufgrund der Inhomogenität der Anlegerstruktur – jedoch für den Prospektersteller nicht verpflichtend, Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 2 VermVerkProspV Rn. 74.

<sup>341</sup> Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 2 VermVerkProspV Rn. 74 (neben den Risiken, die in Zusammenhang mit den nach der Verordnung zu beschreibenden Personen oder Gesellschaften oder Dritten stehen).

<sup>342</sup> Zu den jeweils bei den unterschiedlichen Assetklassen möglichen Risiken Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 2 VermVerkProspV Rn. 94 bis 104 sowie *Unzicker*, VerkProspG, § 2 VermVerkProspV Rn. 56.

<sup>343</sup> Institut der Wirtschaftsprüfer, FN-IDW 2006, 489 (Anlage 6 zu IDW S 4: Besonderheiten bei Blind-Pool-Konzeptionen, zu 3.3.).

<sup>344</sup> So auch *Unzicker*, VerkProspG, § 2 VermVerkProspV Rn. 55.

<sup>345</sup> § 13 VerkProspG.

<sup>346</sup> Im Falle eines Unternehmens, dessen Gründung weniger als 18 Monate zurückliegt, mussten statt eines geprüften Jahresabschlusses die voraussichtliche Vermögens-, Finanz- und Ertragslage für das laufende und das folgende Geschäftsjahr dargestellt werden und diverse Planzahlen angegeben werden, § 15 Abs. 1 S. 1 Nrn. 3 und 4 VermVerkProspV.

<sup>347</sup> *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 95 f.

<sup>348</sup> Vgl. BGH, Urt. v. 23.04.2012 – II ZR 75/10, juris Rn. 17.

<sup>349</sup> Vgl. Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 2 VermVerkProspV Rn. 124.

<sup>350</sup> *Lenenbach*, KMR, § 11 Rn. 11.456; vgl. BGH, Urt. v. 21.10.1991 – II ZR 204/90, juris Rn. 20, dazu *Schiemann*, EWiR 1992, 33 (33 f.); *Ellenberger*, in: Horn, Festschrift Schimansky, S. 591 (600).

<sup>351</sup> *Marx/Schleifer*, BB 2007, 258 (263).

<sup>352</sup> BGH, Urt. v. 23.04.2012 – II ZR 75/10, juris Rn. 17; *Assmann*, in: Assmann/Lenz/Ritz, VerkProspG, § 13 VerkProspG Rn. 29; *Unzicker*, VerkProspG, § 2 VermVerkProspV Rn. 62.

Für geschlossene Fonds, die als Blind Pools aufgelegt sind, gilt, dass Prognosen sowohl hinsichtlich der Geschäftsaussichten des Emittenten als auch Angaben hinsichtlich der voraussichtlichen Vermögens-, Finanz- und Ertragslage sowie der diversen Planzahlen nicht erstellt werden können<sup>353</sup>. Denn erst die Konkretisierung des Anlageobjekts bildet die notwendige Kalkulationsgrundlage für die Prognosen<sup>354</sup>. Blind Pools können maximal – je nach Ausgestaltung und Intensität des Fonds – darlegen, in welchem Umfang Investitionen geplant werden<sup>355</sup>. Selbst dann können aber aufgrund der Offenheit der konkreten Investitionsentscheidung bei Blind Pools regelmäßig keine konkreten Ertragsprognose-Rechnungen bzw. ein konkreterer Finanzplan erstellt werden<sup>356</sup>.

Es könnte auch nicht genügen, mangels Anlageobjekt in Bezug auf die darzustellenden Prognosen nur auf Erfahrungen mit vergangenen Projekten oder auf Branchenerfahrungen abzustellen<sup>357</sup> oder sogar teilweise<sup>358</sup> oder ganz von der Aufnahme derartiger Prognosen abzusehen<sup>359</sup>, sofern sie derart mit Unsicherheiten behaftet waren, dass eine Darstellung zukunftsorientierter Angaben potentiell irreführend hätte sein können<sup>360</sup>. Zwar können derartige allgemeine Prognosen sorgfältig ermittelt und vertretbar sein. Gesamtangaben, bei denen sich die Prognosen nur auf eine homogene Assetbranche beziehen, sind jedoch nicht vergleichbar mit Einzelprognosen bezogen auf konkrete Investitionsobjekte. Im Rahmen einer Klassenbewertung steht eine wesentlich breitere Masse an Beurteilungsfaktoren als Grundlage zur Erstellung der Prognose zur Verfügung, wohingegen die Prognose bezogen auf ein konkretes Einzelobjekt gerade im Einzelfall zu einer anderen Bewertung führen kann. Dabei kann es in Bezug auf ein später auszuwählendes Objekt zu Verfälschungen kommen. Auch Beispielrechnungen, die keinen konkreten Bezug zu bestimmten Anlageobjekten haben, können nicht als Beurteilungsgrundlage, die einer umfassenden und verständigen Würdigung der Vermögensanlage dient, herangezogen werden. Hierbei noch Szenariowahrscheinlichkeiten anzugeben, führt zu Scheingenauigkeiten gegenüber dem Anleger, weshalb auch diese nicht ausreichen konnten und abzulehnen waren<sup>361</sup>.

Allgemeine Angaben bieten daher keine verlässliche und vertretbare Information in Bezug auf ein noch nicht hinreichend bestimmtes Investitionsobjekt und können daher auch nicht zu einer fundierten Anlageentscheidung bezogen auf den konkreten Fonds führen.

---

<sup>353</sup> Vgl. OLG Frankfurt, Urt. v. 13.05.2009 – 23 U 62/07, juris Rn. 12 (zeitlich erfolgte die Auflegung des streitgegenständlichen Fonds im Umfeld der Wiedervereinigung, OLG Frankfurt, Urt. v. 13.05.2009 – 23 U 62/07, juris Rn. 2, also bevor eine gesetzliche Prospektspflicht für Produkte des Grauen Kapitalmarkts eingeführt worden ist); *Unzicker*, VerkProspG, § 15 VermVerkProspV Rn. 30 ff.

<sup>354</sup> So auch *Unzicker*, VerkProspG, § 15 VermVerkProspV Rn. 30.

<sup>355</sup> OLG Frankfurt, Urt. v. 13.05.2009 – 23 U 62/07, juris Rn. 12.

<sup>356</sup> OLG Frankfurt, Urt. v. 13.05.2009 – 23 U 62/07, juris Rn. 12.

<sup>357</sup> So aber *Unzicker*, VerkProspG, § 15 VermVerkProspV Rn. 30 ff.; *Moritz/Grimm*, BB 2005, 337 (342); *Voß*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, § 15 VermVerkProspV Rn. 6.

<sup>358</sup> Angaben müssten nur in dem Maße getätigt werden, in dem dies die Konzeption des Fonds zulasse, vgl. *Keunecke*, Prospekte im Kapitalmarkt, Rn. 587, S. 311; so auch das Institut der Wirtschaftsprüfer, FN-IDW 2006, 489 (Anlage 6 zu IDW S 4: Besonderheiten bei Blind-Pool-Konzeptionen, zu 3.15.).

<sup>359</sup> Dies ist im Falle von Jungemittenten besonders problematisch, da bei diesen auch schon keine vergangenheitsbezogenen Informationen vorliegen, sodass keinerlei Finanzinformationen angegeben würden.

<sup>360</sup> So aber *Moritz/Grimm*, BB 2005, 337 (342); *Unzicker*, VerkProspG, § 15 VermVerkProspV Rn. 30 ff.; *Bruchwitz/Voß*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, § 15 VermVerkProspV Rn. 6.

<sup>361</sup> *Marx/Schleifer*, BB 2007, 258 (263).

## D. Ergebnis

Entsprechend dem Regelungswerk, dessen sich für die Prospektanforderungen bedient worden war, setzte die erstmalige Regulierung des geschlossenen Fondssegments mit der eingeführten Prospektspflicht bei einer – bereits hinsichtlich anderer Fondstypen bekannten – Vertriebsregulierung an. Anlegerschutz sollte erreicht werden, indem dem potentiellen Anleger umfassend informationsbasiert aufgrund des Prospekts eine eigenverantwortliche Anlageentscheidung ermöglicht wird<sup>362</sup>. Der Struktur geschlossener Fonds folgend, die zur langfristigen Investition in regelmäßig hochpreisige Sachwerte, aber auch Unternehmen aufgelegt werden, stellt das Investitionsobjekt, in das die eingeworbenen Anlegergelder fließen, das wesentliche Element der Informationserteilung für einen durchschnittlichen Anleger dar, um sich ein Bild von dem Fonds zu machen. Ohne diese Angabe ist für den Anleger nicht verständlich, wozu sein investiertes Kapital fließen und womit der Fonds letztendlich Gewinne erwirtschaften soll. Chancen und Risiken sind für ihn so nicht umfassend einschätzbar.

Die Vertriebsregulierung führte dazu, dass Black Blind Pools, aber auch Reguläre Blind Pools nicht prospektfähig waren. Durch das in der Natur von Blind Pools liegende, noch unbestimmte Anlageobjekt konnte kein nach den gesetzlichen Vorgaben vollständiger Verkaufsprospekt erstellt werden. Ein derart unvollständiger Prospekt war daher nicht der Gestattung fähig, was dazu führte, dass Kapital so nicht öffentlich eingeworben werden durfte<sup>363</sup>. Obwohl die Problematik von Blind Pools bekannt war<sup>364</sup>, wurden für diese Modelle gerade keine anderen Regelungen oder Ausnahmen vorgesehen. Dies war konsequent, da die Pflicht zur Angabe der konkreten Projekte bzw. Anlageobjekte genau den mit dem Verkaufsprospektgesetz verfolgten Sinn umsetzte, den Anlegerschutz durch eine umfassende Aufklärung über Kapitalanlagen zu verbessern<sup>365</sup>, und bei Blind Pools mangels Information über die Investitionsobjekte eine umfassende informationsbasierte Anlageentscheidung gerade nicht möglich ist.

Trotzdem wurden Blind Pools im Verkaufsprospektgesetz nicht produktseitig reguliert. Bereits die Regulierung des Vertriebs hätte die einschränkende Wirkung auf Blind Pools haben können. Die gelebte Praxis der Suspendierung von Angabepflichten und Konstruierung einer Prospektfähigkeit bei Blind Pool-Modellen stellte sich contra legem. Der Verkaufsprospekt – versehen mit dem Siegel der Gestattung der BaFin – konnte kein verlässliches Informationsdokument mehr darstellen, wenn je nach Fondsmodell entgegen der gesetzlichen Konzeption von den normierten Anforderungen abgewichen wurde. Dabei ergab sich gar keine Notwendigkeit der Überdehnung der vertriebsrechtlichen Einschränkungen und

---

<sup>362</sup> Vgl. *Brand*, jM 2014, 2 (2).

<sup>363</sup> Wenn der Prospekt nicht die erforderlichen Angaben enthielt, hätte die Veröffentlichung des Prospekts gemäß § 8i Abs. 2 S. 5 VerkProspG und gemäß § 8i Abs. 4 VerkProspG das öffentliche Angebot des Fonds untersagt werden müssen. Zuwiderhandlungen, bspw. die Veröffentlichung des Prospekts ohne Gestattung, stellten gemäß § 17 VerkProspG eine Ordnungswidrigkeit dar. Daneben konnte ein unvollständiger Prospekt gemäß § 13 Abs. 1 VerkProspG und ein sogar gänzlich fehlender Prospekt Prospekthaftungsansprüche auslösen. Zu den haftungsrechtlichen Grundlagen bei Prospekthaftungsansprüchen vgl. *Hahn*, *VersichR* 2012, 393 (393 ff.); *Benecke*, *BB* 2006, 2597 (2597 ff.).

<sup>364</sup> Blind Pools wurden durchaus im Rahmen der inoffiziellen Erörterungen und Anhörungen während des Gesetzgebungsverfahrens thematisiert, *Voß*, in: *Arndt/Voß*, *VerkProspG*, § 9 *VermVerkProspV* Rn. 25; *Keunecke*, *Prospekte im Kapitalmarkt*, Rn. 622, S. 331.

<sup>365</sup> *RegBegr. AnSVG*, *BT-Drs.* 15/3174 v. 24.05.2004, S. 26.

Anforderungen. Durch ausreichende Ausnahmetatbestände, vor allem Private Placements, bestand die Möglichkeit, Blind Pools zu vertreiben, ohne überhaupt einen Prospekt erstellen zu müssen. Blind Pools konnten zur Kapitalakquisition lediglich nur an ein bestimmtes Publikum herantreten, von dem angenommen wurde, dass es aufgrund entsprechender Erfahrungen und entsprechender Marktkenntnisse mit einem derartigen Risiko umzugehen wusste, bzw. sich bewusst auf ein solches einließ. Diese Möglichkeiten eröffneten ausreichend Flexibilität, um Blind Pools nicht allgemein den Zugang zu Kapital zu versperren, und ermöglichten weiterhin ihre Auflegung. Verfassungsrechtlichen Bedenken im Hinblick auf unzulässige Fondsstrukturverbindungen fehlte es daher an der Grundlage.

### 3. Teil      **Öffentliches Anbieten von Blind Pools nach dem Vermögensanlagengesetz**

Der durch die Einführung der Prospektpflicht für Graumarktprodukte im Jahre 2005 angestoßene Prozess der Regulierung der geschlossenen Fondsbranche wurde durch das Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts<sup>366</sup> fortgeführt<sup>367</sup>. Fraglich ist, ob sich durch die Veränderung der gesetzlichen Rahmenbedingungen auch Änderungen für Blind Pools hinsichtlich der Frage, welche Auswirkungen das Fehlen eines Investitionsobjekts auf die Anforderungen, die nun im Rahmen der Kapitaleinwerbung erfüllt werden mussten, ergaben.

#### **A. Überblick über die Änderungen im Vermögensanlagengesetz**

Das Kernstück des Artikelgesetzes betraf das neue Gesetz über Vermögensanlagen<sup>368</sup>, das die Reihe kapitalmarktrechtlicher Regelungen erweitert hat, sowie Regelungen betreffend die Vermittler von Vermögensanlagen<sup>369</sup>. Die Neuregelungen sollten den bestehenden Missständen in dem Marktsegment des Grauen Kapitalmarkts entgegenwirken, indem unter anderem die Anforderungen, die für das öffentliche Angebot von Vermögensanlagen galten, verschärft wurden<sup>370</sup>. Das Prospektrecht sonstiger Vermögensanlagen wurde neu strukturiert, indem das Verkaufsprospektgesetz, das bisher das Prospektstatut für nicht in Wertpapieren verbriefte Vermögensanlagen darstellte, aufgehoben<sup>371</sup> und in das neu geschaffene Vermögensanlagengesetz integriert wurde<sup>372</sup>. Inhaltlich wurden im Wesentlichen viele Regelungen aus dem bisherigen Verkaufsprospektgesetz (gar nicht bis leicht modifiziert) übernommen<sup>373</sup>. An den Inhalt der Angabepflichten im Verkaufsprospekt sind zum Teil strengere Anforderungen gestellt

---

<sup>366</sup> FinAnlV- und VermAnlG v. 06.12.2011, BGBl. I (Nr. 63) v. 12.12.2011, S. 2481 ff.

<sup>367</sup> Es herrscht seit einigen Jahren eine „Reform des Kapitalmarktrechts in Permanenz“, auch als „Regulierungsrausch der Legislative“ bezeichnet, *Voß*, BB 2010, 3099 (3103 f.) (anlässlich der Neuregelungen durch das Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz) v. 05.04.2011, BGBl. I (Nr. 14) v. 07.04.2011, S. 538 ff.; dieses enthielt im Diskussionsentwurf (v. 03.05.2010) noch Regelungen zum Grauen Kapitalmarkt, *Liebscher/Ott*, NZG 2010, 841 (844, 846)); zu den weiteren Änderungen neben dem Vermögensanlagengesetz, *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 143 ff.

<sup>368</sup> Vermögensanlagengesetz (VermAnlG), eingeführt durch Art. 1 FinAnlV- und VermAnlG, BGBl. I (Nr. 63) v. 12.12.2011, S. 2481 ff. Die nachfolgenden Ausführungen im 3. Teil beziehen sich auf das Vermögensanlagengesetz in dieser Fassung, also auf die noch nicht durch das AIFM-UmsG geänderte Fassung.

<sup>369</sup> Einen Überblick der neuen Regelung bieten *Hartrott/Voigt*, RdF 2012, 87; *Mattil*, DB 2011, 2533; vgl. auch *Rinas/Pobortscha*, Going Public 2011, 74.

<sup>370</sup> RegBegr. FinAnlV- und VermAnlG, BT-Drs. 17/6051 v. 06.06.2011, S. 50.

<sup>371</sup> *Bödeker*, GWR 2011, 278 (280).

<sup>372</sup> *Jesch/Klebeck*, BB 2011, 1866 (1870); *Brockner/Lohmann*, GWR 2012, 335 (335); *Weber*, NJW 2013, 275 (278).

<sup>373</sup> Insbesondere für die Fondstrukturierung ergeben sich keine Änderungen, vgl. *Jesch/Klebeck*, BB 2011, 1866 (1871).

worden<sup>374</sup>. Trotz der positiven Änderungen hinsichtlich gesteigerter blieb es auch nach dem Vermögensanlagegesetz bei einer reinen Vertriebsregulierung.

Zu den wesentlichen Neuerungen gehörten die Anpassung des Prüfungsmaßstabes der BaFin an den, den sie bereits nach dem Wertpapierprospektgesetz anzulegen hatte (§ 13 WpPG)<sup>375</sup>. So ist gemäß § 8 Abs. 1 S. 2 VermAnlG nicht mehr nur die Vollständigkeit des Prospekts zu prüfen, sondern auch die Kohärenz (Widerspruchsfreiheit und Schlüssigkeit) und Verständlichkeit der Prospektangaben<sup>376</sup>. Praktisch änderte sich dadurch jedoch wenig, da die BaFin de facto bereits nach dem Verkaufsprospektgesetz erkennbare Widersprüche im Prospekt ansprach<sup>377</sup>. Zudem wird nicht mehr nur die Veröffentlichung des Prospektes gestattet, sondern der Verkaufsprospekt selbst gebilligt (§ 8 Abs. 1 S. 1 VermAnlG)<sup>378</sup>. Neu eingeführt wurde ein seitens des Anbieters zu erstellendes „Vermögensanlagen-

---

<sup>374</sup> *Hanten/Reinholz*, ZBB 2012, 36 (41 ff.); zu den neuen Mindestangaben der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung *Beck/Maier*, WM 2012, 1898; *Rotter*, in: Bankrechtstag 2011, Stärkung des Anlegerschutzes, S. 55 (59 ff.).

<sup>375</sup> *Bußalb/Vogel*, WM 2012, 1416 (1419 f., 1426); *Hanten/Reinholz*, ZBB 2012, 36 (38 f.); vgl. *Kittner*, BKR 2012, 499 (501); *Groß*, in: *Groß*, KMR, § 13 WpPG Rn. 8; *Ritz/Voß*, in: *Just/Voß/Ritz/Zeising*, WpPG, § 13 Rn. 1 ff.; *Gebhardt*, in: *Schäfer/Hamann*, Kapitalmarktgesetze, § 13 WpPG Rn. 16 ff. (4. EL 11/2009); *Grosjean*, in: *Heidel*, Aktienrecht, § 13 WpPG Rn. 4; zum Prüfungsmaßstab des Wertpapierprospektgesetzes im Vergleich zum Verkaufsprospektgesetz bzw. zu den Änderungen im Vermögensanlagegesetz *Maas/Jäger*, BKR 2010, 316 (316 ff.).

<sup>376</sup> RegBegr. FinAnlV- und VermAnlG, BT-Drs. 17/6051 v. 06.06.2011, S. 33; *Bußalb/Vogel*, WM 2012, 1416 (1419); *Knorr/Möller*, Immobilien & Finanzierung 04/2012, 119 (119); *Wagner*, NZG 2011, 609 (611); *Rotter*, in: Bankrechtstag 2011, Stärkung des Anlegerschutzes, S. 55 (61).

<sup>377</sup> *Hartrott/Voigt*, RdF 2012, 87 (89); *Bußalb/Vogel*, WM 2012, 1416 (1420); *Schott/Brinkmann*, RdF 2011, 238 (240).

<sup>378</sup> *Zingel/Varadinek*, BKR 2012, 177 (177); *Rotter*, in: Bankrechtstag 2011, Stärkung des Anlegerschutzes, S. 55 (61); *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 106.

Informationsblatt“, das den potentiellen Anleger in leichter und verständlicher Weise über die wesentlichen Informationen informieren soll.<sup>379</sup> Darüber hinaus gelten Vermögensanlagen nun als Finanzinstrumente i.S.d. KWG<sup>380</sup> und WpHG<sup>381382</sup>, was grundsätzlich eine Reihe weiterer Pflichten mit sich gebracht hat<sup>383</sup>. Auch das Prospekthaftungsrecht erfuhr eine Ausweitung<sup>384</sup>.

## B. Prospekterstellung: Angaben mit Bezug zum Anlageobjekt

Die prospektrechtlichen Generalklauseln sind mit unverändertem Inhalt in § 7 VermAnlG sowie § 2 VermVerkProspV normiert<sup>385</sup>. § 9 VermVerkProspV regelt weiterhin die Angaben über die Anlageziele und Anlagepolitik der Vermögensanlagen, in dessen Rahmen auch die Angaben zum konkreten Projekt bzw. Anlageobjekt, in das das eingeworbene Kapital investiert wird, getätigt werden müssen<sup>386</sup>. § 9 Abs. 1 S. 1 VermVerkProspV ist dahingehend geändert worden, dass nun die Anlagestrategie statt der Anlageziele der Vermögensanlage darzustellen ist<sup>387</sup>. Diese ist weiter gefasst als nur die Darstellung der Anlageziele<sup>388</sup>. Wesentliche Unterschiede in der Darstellung ergeben sich aufgrund der Überschneidungspunkte und auch der teilweise synonymen Verwendung der Begrifflichkeiten der Anlagestrategie

---

<sup>379</sup> Einzelheiten zu den Dokumentationsanforderungen an das Vermögensanlagen-Informationsblatt *Rinas/Pobortscha*, BB 2012, 1615.

<sup>380</sup> Gesetz über das Kreditwesen (Kreditwesengesetz – KWG) i.d.F. der Bekanntmachung v. 09.09.1998, BGBl. I (Nr. 62) v. 17.09.1998, S. 2776 ff., das zuletzt durch Art. 2 des Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2014/59/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15.05.2014 zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Richtlinie 82/891/EWG des Rates, der Richtlinien 2001/24/EG, 2002/47/EG, 2004/25/EG, 2005/56/EG, 2007/36/EG, 2011/35/EU, 2012/30/EU und 2013/36/EU sowie der Verordnungen (EU) Nr. 1093/2010 und (EU) Nr. 648/2012 des Europäischen Parlaments und des Rates (BRRD-Umsetzungsgesetz) v. 10.12.2014, BGBl. I (Nr. 59), S. 2091 geändert worden ist.

<sup>381</sup> Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG) i.d.F. der Bekanntmachung v. 09.09.1998, BGBl. I (Nr. 62) v. 17.09.1998, S. 2708 ff., das zuletzt durch Art. 1 des Gesetzes zur Verringerung der Abhängigkeit von Ratings v. 10.12.2014, BGBl. I (Nr. 59) v. 18.12.2014, S. 2085 ff., geändert worden ist.

<sup>382</sup> § 1 Abs. 11 S. 1 Nr. 2 KWG, § 2 Abs. 2b WpHG; *Hanten/Reinholz*, ZBB 2012, 36 (38 ff.); für geschlossene Fonds gilt diese Qualifikation seit der Einführung des KAGB über § 1 Abs. 11 S. 1 Nr. 5 KWG, § 2 Abs. 2b WpHG.

<sup>383</sup> Unter anderem bedürfen Vermittler nun grundsätzlich einer Erlaubnis und die Rechenschaftspflichten der Vermittler wurden erweitert, *Rinas/Pobortscha*, *Going Public* 2011, 74 (74 f.); *Lamers*, KURS 10/2012, 18 (18); *Zingel/Varadinek*, BKR 2012, 177 (178 ff.); *Brocker/Lohmann*, GWR 2012, 335 (335 ff.); *Wagner*, NZG 2011, 609 (612); *Kurz*, DB 2013, 501 (502 ff.); zu den Anforderungen an „freie“ Anlageberater und -vermittler *Weisner/Friedrichsen/Heimberg*, DStR 2012, 1034; vgl. *Evers/Stallbaum*, *Versicherungswirtschaft* 2011, 505 (505); *Sandkühler*, *AssCompact* 2011, 108 (108); *Jesch/Klebeck*, BB 2011, 1866 (1870 f.). Zu den Ausnahmen, bei denen die Anforderungen des KWG und WpHG nicht gelten, *Zingel/Varadinek*, BKR 2012, 177 (183).

<sup>384</sup> *Hanten/Reinholz*, ZBB 2012, 36 (46 f.); *Schott/Brinkmann*, RdF 2011, 238 (240 ff.); *Mattil*, DB 2011, 2533 (2533, 2535); *Leuering*, NJW 2012, 1905 (1907 ff.); ausführlich zu Grund und Grenzen der Haftung wegen unterlassener Prospektveröffentlichung *Klöhn*, DB 2012, 1854.

<sup>385</sup> *Mattil*, DB 2011, 2533 (2534); *Zwissler*, in: *Habersack/Mülbart/Schlit*, HB Kapitalmarktinformation, § 8 Rn. 28, 88.

<sup>386</sup> *Zwissler*, in: *Habersack/Mülbart/Schlit*, HB Kapitalmarktinformation, § 8 Rn. 71 ff.

<sup>387</sup> *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 104; *Hanten/Reinholz*, ZBB 2012, 36 (43).

<sup>388</sup> *Beck/Maier*, WM 2012, 1898 (1905).

und -politik<sup>389</sup> jedoch nicht<sup>390</sup>. Neu ist auch, dass die Möglichkeiten einer Änderung der Anlagestrategie oder -politik darzustellen sind (§ 9 Abs. 1 S. 2 VermAnlG), was – gerade bei Blind Pool-Modellen – für mehr Transparenz sorgen soll<sup>391</sup>. Die Wesentlichkeit des Anlageobjekts für die Investitionsentscheidung des Anlegers wurde in der Gesetzesbegründung hervorgehoben: Das Anlageobjekt sei einer der zentralen Begriffe der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung, da die Anlegergelder hierfür verwendet würden (unter anderem Schiffe, Immobilien, Solaranlagen)<sup>392</sup>. Zumindest der Gedanke, durch eine Dachfonds-Konstruktion ein konkretes Anlageobjekt zu fingieren, ist nun durch die Aufnahme einer eindeutigen Regelung in § 9 Abs. 2 Nr. 1 S. 3 VermVerkProspV<sup>393</sup> ausdrücklich verwehrt. Da das Anlageobjekt einer der zentralen Begriffe der Verordnung ist, da die Anlegergelder hierfür verwendet werden, sind neben den Informationen hinsichtlich der Unterbeteiligung als konkretes Projekt seither auch die erforderlichen Informationen zu dem Zielobjekt anzugeben<sup>394</sup>. Für die vorliegende Blind Pool-Problematik ist diese Änderung interessant, weil die Bedeutung des Anlageobjekts als eine der wesentlichsten Angaben, die die Entscheidung des Anlegers beeinflusst<sup>395</sup>, klar hervorgehoben worden ist. Die Darstellungspflicht des finalen Zielobjekts bei Dachfonds macht deutlich, dass für die Information des Anlegers eben genau das Anlageobjekt, in das am Ende sein Kapital fließen und das seine Rendite erwirtschaften soll, maßgeblich ist. Das tatsächliche Wirtschaftsobjekt soll also auf jeden Fall in den Prospekt Eingang finden. Die besondere Bedeutung des Anlageobjekts spiegelt sich auch in verschärften Anforderungen an die Beschreibung des Anlageobjekts wider<sup>396</sup>.

Was die während der Geltung des Verkaufsprospektgesetzes diskutierte Problematik von Blind Pools angeht, wurden trotz der Betonung der Wesentlichkeit des Anlageobjekts für die Investitionsentscheidung durch das Vermögensanlagenengesetz keine Neuerungen vorgenommen, die zu einer eindeutigen Lösung des Problems hätten führen können, wie beispielsweise eine ausdrückliche Ausnahme von der Angabepflicht zum Anlageobjekt für Blind Pools. Auch die BaFin hat in keiner weiteren Stellungnahme

---

<sup>389</sup> So umfasse die Anlagestrategie die für die Erreichung der Anlageziele eingesetzten Konzepte, also die Anlagepolitik(en), vgl. *Bußalb/Unzicker*, BKR 2012, 309 (311) und – vice versa – beinhalte die Anlagepolitik die Strategien zur Erreichung der Anlageziele, vgl. *Maas*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 7.

<sup>390</sup> Zumal diese Änderung nicht konsequent verfolgt wurde, da z.B. in der Überschrift des § 9 VermVerkProspV sowie in § 9 Abs. 2 VermVerkProspV weiterhin von Anlagezielen gesprochen wird.

<sup>391</sup> *Katzorke/Gündel*, VentureCapital Magazin 11/2011, S. 46.

<sup>392</sup> RegBegr. FinAnlV- und VermAnlG, BT-Drs. 17/6051 v. 06.06.2011, S. 51 (zu § 9 Abs. 2 Nr. 1 VermVerkProspV-E).

<sup>393</sup> *Beck/Maier*, WM 2012, 1898 (1905).

<sup>394</sup> RegBegr. FinAnlV- und VermAnlG, BT-Drs. 17/6051 v. 06.06.2011, S. 51; *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 104 f.; *Hanten/Reinholz*, ZBB 2012, 36 (43).

<sup>395</sup> „Das Anlageobjekt ist einer der zentralen Begriffe der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung, da die Anlegergelder hierfür verwendet werden (Schiff, Immobilie, Solaranlagen usw.)“, RegBegr. FinAnlV- und VermAnlG, BT-Drs. 17/6051 v. 06.06.2011, S. 51.

<sup>396</sup> So bei § 9 Abs. 2 Nrn. 5, 8 und 9 VermVerkProspV; RegBegr. FinAnlV- und VermAnlG, BT-Drs. 17/6051 v. 06.06.2011, S. 51.

ihre Rechtsauffassung geäußert. Vor allem der Umstand, dass einige Jahre nach der ersten Regulierung von geschlossenen Fonds und der zwischenzeitlich in Literatur und Aufsichtspraxis diskutierten Problematik von Blind Pools ein Lösungsvorschlag keinen Eingang in die Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung gefunden hat, spricht noch stärker gegen eine teleologische Reduktion der Angabepflicht über die Anlageobjekte wie unter dem Verkaufsprospektgesetz vertreten<sup>397</sup>. Spätestens seitdem im Zuge einer ansonsten vorgenommenen Anpassung der Regelungen für geschlossene Fonds keine Änderungen in der Verordnung speziell für Blind Pools vorgenommen worden sind, kann nicht mehr davon ausgegangen werden, dass die Prospektanforderungen planwidrig ebenso für Blind Pools Anwendung finden. Die aufgrund des weiten Ermessensspielraums der Fondsmanager eröffneten breiten Anlagechancen bei Blind Pools bleiben einem Kleinanlegerpublikum weiterhin vorenthalten – die mangelnde Informationsmöglichkeit und die Risiken einer solchen Anlage gewichtete der Gesetzgeber stärker.

Nach der hier vertretenen Auffassung blieb es damit dabei, dass die Vertriebsregulierung, nun unter dem Vermögensanlagengesetz, dazu führte, dass Prospekte von Black Blind Pools und von Regulären Blind Pools nicht billigungsfähig waren und dadurch nicht zu Zwecken des öffentlichen Einwerbens von Kapital hätten veröffentlicht werden dürfen. Die BaFin hat die Veröffentlichung des Prospekts zu untersagen, wenn er nicht die erforderlichen Angaben enthält oder wenn diese Angaben nicht kohärent oder nicht verständlich sind<sup>398</sup>. Für Blind Pools hätte die Kapitaleinwerbung auf die bereits nach dem Verkaufsprospektgesetz nutzbaren Möglichkeiten, Kapital einzuwerben, ohne der Prospektspflicht zu unterliegen (§ 2 VermAnlG)<sup>399</sup>, beschränkt bleiben müssen.

### C. Das Vermögensanlagen-Informationsblatt

Mit dem Vermögensanlagengesetz ist auch für den Bereich der Vermögensanlagen – in damaliger Analogie zum Key Investor Information Document ("KIID")<sup>400</sup> bei Sondervermögen sowie den Produktinformationsblättern ("PIB")<sup>401</sup> bei Finanzinstrumenten<sup>402</sup> – ein Produktinformationsblatt eingeführt worden, das bei der BaFin ebenso wie der Prospekt zu hinterlegen ist<sup>403</sup>. Das Vermögensanlagen-Informationsblatt soll die wesentlichen Informationen über die Vermögensanlagen in kurzer und verständlicher Weise

---

<sup>397</sup> Siehe hierzu oben 2. Teil BIIc). Sich anschließend auch für die Geltung unter dem Vermögensanlagengesetz *Zwissler*, in: Habersack/Mülbert/Schlit, HB Kapitalmarktinformation, § 8 Rn. 74.

<sup>398</sup> § 17 VermAnlG. *Bußalb/Vogel*, WM 2012, 1416 (1421).

<sup>399</sup> Vgl. *Bußalb/Vogel*, WM 2012, 1416 (1418); *Kurz*, DB 2013, 501 (506); *Zwissler*, in: Habersack/Mülbert/Schlit, HB Kapitalmarktinformation, § 8 Rn. 18 ff.

<sup>400</sup> § 42 Abs. 2 InvG.

<sup>401</sup> § 31 Abs. 3a WpHG i.V.m. § 5a WpDVerOV; *Schlee/Maywald*, BKR 2012, 320; *Preuße/Schmidt*, BKR 2011, 265.

<sup>402</sup> *Rinas/Pobortscha*, BB 2012, 1615 (1615); *Jesch*, BB 2012, 2895 (2899); *Müchler*, WM 2012, 974 (975 f.); zu den bisherigen Produktinformationsblättern sowie der „PRIIPS-Initiative“ (packaged retail investment products – PRIIPS) der Europäischen Kommission hinsichtlich vergleichbarer Basisinformationsblätter für Anlageprodukte, *Seitz/Juhnke/Seibold*, BKR 2013, 1; vgl. *Voß*, EWS 2009, 1 (1).

<sup>403</sup> *Hanten/Reinholz*, ZBB 2012, 36 (45); *Rotter*, in: Bankrechtstag 2011, Stärkung des Anlegerschutzes, S. 55 (63); Einzelheiten zu den Dokumentationsanforderungen an das Vermögensanlagen-Informationsblatt

darstellen und zudem den Anlegern die Möglichkeit bieten, unterschiedliche Vermögensanlagen zu vergleichen<sup>404</sup>.

Zu den wesentlichen Informationen zählt, ausweislich der Aufzählung der inhaltlichen Anforderungen an das Vermögensanlagen-Informationsblatt in § 13 Abs. 2 VermAnlG, insbesondere auch die Information über die Anlagestrategie, Anlagepolitik und die Anlageobjekte. In Analogie zu der hinsichtlich Produktinformationsblätter geäußerten Auffassung der BaFin<sup>405</sup> müssen die Produktbeschreibungen ausreichend individualisiert dargestellt werden; eine abstrakte und oberflächliche Darstellung ist nicht ausreichend<sup>406</sup>. Trotz der geforderten komprimierten Darstellung sind das konkrete Anlageobjekt sowie die konkrete Anlagestrategie anzugeben<sup>407</sup>. Hieraus kann entnommen werden, dass der Gesetzgeber die Angabe über die Anlageobjekte eindeutig und ausdrücklich als eine der wesentlichen Informationen über die Vermögensanlage qualifiziert, wenn diese sogar in einem dreiseitigen Kurzinformativblatt enthalten sein muss<sup>408</sup>. Aus bereits zu den gleichen Angaben bei der Prospektdarstellung dargelegten Gründen kann es daher nicht möglich sein, die Angabe über das Anlageobjekt wegzulassen oder nur eine Darstellung der Investitionskriterien bei Blind Pools anzudeuten<sup>409</sup>. Ebenso ist eine Darstellung der mit der Vermögensanlage verbundenen Risiken, wie sie gemäß § 13 Abs. 2 Nr. 3 VerkProspG in das Vermögensanlagen-Informationsblatt aufzunehmen ist,<sup>410</sup> nicht konkret und mit einem inhaltlichen Mehrwert in Bezug auf den konkreten Fonds möglich. Auch mit der Vermögensanlage verbundene Kosten<sup>411</sup>, die nur bei bestimmten Investitionen bzw. Strategien auftreten, sind ohne zumindest grobes Konzept im Hinblick auf die Investitionsobjekte nicht prognostizierbar und damit nicht darstellbar.

Sofern die nach § 13 VerkProspG geforderten Angaben nicht in das Vermögensanlagen-Informationsblatt aufgenommen werden, führt dies jedoch nicht zu derart scharfen Rechtsfolgen wie im Falle eines unvollständigen Prospektes. Zwar muss auch das Vermögensanlagen-Informationsblatt die wesentli-

---

*Rinas/Pobortscha*, BB 2012, 1615; *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 116.

<sup>404</sup> RegBegr. FinAnlV- und VermAnlG, BT-Drs. 17/6051 v. 06.06.2011, S. 33 f.; *Zwissler*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, HB Kapitalmarktinformation, § 8 Rn. 92; *Hanten/Reinholz*, ZBB 2012, 36 (45).

<sup>405</sup> BaFin, Prüfergebnisse der BaFin zu den Informationsblättern nach § 31 Abs. 3a WpHG, Bericht über die Prüfergebnisse der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zu den von Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten verwendeten seit Juli 2011 gesetzlich vorgeschriebenen Informationsblättern nach § 31 Abs. 3a WpHG v. 5.12.2011, II. 1.

<sup>406</sup> *Rinas/Pobortscha*, BB 2012, 1615 (1617, 1619); vgl. auch *Zwissler*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, HB Kapitalmarktinformation, § 8 Rn. 95.

<sup>407</sup> *Rinas/Pobortscha*, BB 2012, 1615 (1617).

<sup>408</sup> Auch der Wortlaut des § 13 Abs. 2 Nr. 2 VerkProspG gibt dies her, denn das Vermögensanlagen-Informationsblatt „...muss die wesentlichen Informationen...insbesondere...Anlageobjekte...“ enthalten.

<sup>409</sup> So aber ohne Begründung *Rinas/Pobortscha*, BB 2012, 1615 (1617), eine Darstellung der Investitionskriterien sei in einem solchen Fall „geboten“.

<sup>410</sup> Zur Risikodarstellung *Rinas/Pobortscha*, BB 2012, 1615 (1617); *Zwissler*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, HB Kapitalmarktinformation, § 8 Rn. 99.

<sup>411</sup> § 13 Abs. 2 S. 2 Nr. 5 VermAnlG; umfasst werden sämtliche mittelbaren und unmittelbaren Kosten *Rinas/Pobortscha*, BB 2012, 1615 (1618).

chen Informationen über die Vermögensanlage enthalten, die es dem Publikum ermöglichen, diese einschätzen zu können<sup>412</sup>. Das Informationsblatt unterliegt jedoch keiner Prüfung und keinem Billigungsverfahren durch die BaFin<sup>413</sup>. Nur im Rahmen eines ordnungsgemäßen Verwaltungsverfahrens (§§ 25, 26 VwVfG<sup>414</sup>) hat die BaFin eine Überprüfung auf offensichtliche Fehler zu tätigen<sup>415</sup>. Allerdings eröffnen irreführende oder unrichtige Angaben im Vermögensanlagen-Informationsblatt den Haftungstatbestand des § 22 VermAnlG<sup>416</sup> und ein völliges Fehlen des Vermögensanlagen-Informationsblatts wirkt sich auf den Verkaufsprospekt aus, da dessen Veröffentlichung von der BaFin dann untersagt wird (§ 17 Abs. 2 VermAnlG).

---

<sup>412</sup> § 13 Abs. 1 VerkProspG.

<sup>413</sup> RegBegr. FinAnlV- und VermAnlG, BT-Drs. 17/6051 v. 06.06.2011, S. 33; *Müchler*, WM 2012, 974 (976); *Mattil*, DB 2011, 2533 (2535); *Zwissler*, in: Habersack/Mülbert/Schlit, HB Kapitalmarktinformation, § 8 Rn. 106.

<sup>414</sup> Verwaltungsverfahrensgesetz i.d.F. der Bekanntmachung v. 23.01.2003, BGBl. I (Nr. 4) v. 29.01.2003, S. 102 ff., das durch Art. 3 des Gesetzes zur Förderung der elektronischen Verwaltung sowie zur Änderung weiterer Vorschriften v. 25.07.2013, BGBl. I (Nr. 43) v. 31.07.2013, S. 2749 ff.) geändert worden ist.

<sup>415</sup> *Bußalb/Vogel*, WM 2012, 1416 (1422 f.).

<sup>416</sup> *Rotter*, in: Bankrechtstag 2011, Stärkung des Anlegerschutzes, S. 55 (66).

## **4. Teil      Kapitaleinwerbung für Blind Pools nach dem Kapitalanlagegesetzbuch**

Zu Ende Juli 2013 wurde der gesamte Fondsbereich einer Neuregulierung durch die Schaffung des Kapitalanlagegesetzbuchs unterzogen<sup>417</sup>. Geschlossene Fonds wurden trotz des erst ein Jahr geltenden Vermögensanlagengesetzes aus dem Anwendungsbereich des Vermögensanlagengesetzes heraus- und in den des Kapitalanlagegesetzbuchs aufgenommen<sup>418</sup>. Für geschlossene Fonds bzw. nunmehr AIF herrscht seither ein völlig anderes Regelungsregime, das nicht nur die Informationspflichten verschärft, sondern auch Anforderungen an die Strukturierung und Verwaltung geschlossener AIF eingeführt hat<sup>419</sup>. Der Gesetzgeber hat dabei eine Regelung hinsichtlich der Prospektangabe des Anlageobjekts eingeführt, die erkennen lässt, dass er grundsätzlich positiv hinsichtlich geschlossener Blind Pools Stellung bezogen hat. Die Frage, welche Auswirkungen der Umstand, dass Blind Pools keine Angaben zum Anlageobjekt tätigen können, hat, steht daher nicht mehr im Vordergrund. Gleichzeitig äußert er sich an anderer Stelle zu Blind Pools auf eine Weise, die Zweifel daran aufkommen lassen, dass nun jegliche Art von Blind Pools zulässig sein soll. Das Kapitalanlagegesetzbuch stellt an verschiedenen Stellen Informationspflichten auf, die einen Bezug zum Anlageobjekt haben – von Interesse ist dort jeweils vielmehr, wie diese Angabepflichten inhaltlich ausgefüllt werden müssen. Dies betrifft zum einen aus den Vorgängerregelungswerken bekannte (Verkaufsprospekt, wesentliche Anlegerinformationen), aber auch weitere Informationsdokumente. Zudem ist bereits der Anwendungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuchs im Hinblick auf Blind Pools problematisch, sodass dieser zunächst einer Untersuchung unterzogen wird. Neu ist die Regulierung, insbesondere Erlaubnispflicht, der Verwalter geschlossener AIF – es werden daher auch die Angaben beleuchtet, die die Kapitalverwaltungsgesellschaft, die die AIF betreibt und verwaltet, im Rahmen des Erlaubnisantrags bzw. der Registrierung vorzulegen hat. Der gesetzlich vorgenommenen Strukturierung entsprechend werden Publikums-AIF gesondert von Spezial-AIF dargestellt, wobei der Fokus deutlich auf Publikums-AIF liegt, da die Blind Pool-spezifischen Problematiken vornehmlich dort virulent werden.

### **A. Einführung in das Kapitalanlagegesetzbuch**

#### **I. Die AIFM-Richtlinie**

Anlass für das neue Kapitalanlagegesetzbuch war die Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr.

---

<sup>417</sup> *Loff/Klebeck*, BKR 2012, 353 (353); *Görke/Ruhl*, BKR 2013, 142 (143); *Jesch*, BB 2012, 2895 (2899).

<sup>418</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 191.

<sup>419</sup> Dadurch wird es einen unregulierten Grauen Kapitalmarkt kaum mehr geben, *Görke/Ruhl*, BKR 2013, 142 (143).

1095/2010<sup>420</sup>, die am 21. Juli 2011 in Kraft getreten ist<sup>421</sup>. Die Richtlinie war bis zum 22. Juli 2013 durch die Mitgliedstaaten der Europäischen Union in nationales Recht umzusetzen, Art. 66 Abs. 1 AIFM-RL<sup>422</sup>. Sie stellt die erste Stufe des 4-stufigen Lamfalussy-Prozesses<sup>423</sup> dar (sog. Level-1-Maßnahme)<sup>424</sup>. Die durch die Finanzkrise offengelegten Schwachstellen im globalen Finanzsystem waren der Anlass einer Diskussion über das Erfordernis einer umfassenden Regulierung der Finanzmärkte und dafür, über harmonisierte Anforderungen für Akteure und Tätigkeiten, die erheblichen Risiken unterliegen, nachzudenken und sie einer angemessenen Regulierung und Aufsicht zu unterwerfen<sup>425</sup>. Die Finanzkrise zeigte, dass Risiken eines Sektors schwerwiegende Folgen für alle Finanzmarktteilnehmer und die Stabilität der Finanzmärkte nach sich ziehen können<sup>426</sup>. Daher ist ein wesentliches Ziel der Richtlinie die Abwehr von systemischen Risiken<sup>427</sup>. Dabei lag der ursprüngliche Fokus der Regulierung zur Eingrenzung systematischer Risiken auf den Risiken, die vor allem von Hedgefonds ausgehen<sup>428</sup>, daneben auf Private Equity-Fonds<sup>429</sup>. Final umfasst die AIFM-Richtlinie die Verwalter sämtlicher AIF (AIFM), unabhängig von ihrer rechtlichen Ausgestaltung<sup>430</sup>, ihrer Anlagestrategie und den Asset-Klassen der Investitionsobjekte<sup>431</sup>, und sieht eine harmonisierte Regulierung und Aufsicht für diese vor<sup>432</sup>. Die Richtlinie zielt darauf ab, gemeinsame Anforderungen für die Zulassung von und Aufsicht über AIFM festzulegen, um für die damit zusammenhängenden Risiken und deren Folgen für Anleger und Märkte in der Union ein kohärentes Vorgehen zu gewährleisten<sup>433</sup>. Es soll ein Binnenmarkt für AIFM geschaffen werden<sup>434</sup>. Dabei knüpft die Richtlinie letztendlich mit ihrem Regelungsansatz hauptsächlich an die Fondsverwaltung

---

<sup>420</sup> AIFM-Richtlinie, ABl. L 174 v. 01.07.2011, S. 1 ff.; einen Überblick über die Entstehungsgeschichte und die Methodik der Richtlinie gibt *Zetzsche*, in: *Zetzsche*, AIFMD, S. 1 (1 ff.).

<sup>421</sup> Zu den Übergangsbestimmungen *Jesch/Geyer*, BKR 2012, 359 (360 ff.).

<sup>422</sup> *Jesch/Alten*, RdF 2013, 191 (192).

<sup>423</sup> Ausführlich zum Lamfalussy-Verfahren *Rötting/Lang*, EuZW 2012, 8; *Möllers/Harrer/Krüger*, WM 2011, 1537 (1542 f.); *Bußalb/Unzicker*, BKR 2012, 309 (Fn. 3); *Lehmann/Manger-Nestler*, ZBB 2011, 2 (4); *Kuper*, in: *Möllers/Kloyer*, KAGB Tagungsband, S. 51 (51 ff. Rn. 105 f.).

<sup>424</sup> *Bußalb/Unzicker*, BKR 2012, 309 (309); *Möllers/Harrer/Krüger*, WM 2011, 1537 (1537, 1542).

<sup>425</sup> KomVorschl. AIFM-RL, KOM(2009) 207 endg. v. 30.04.2009, S. 2; *Spindler/Tancredi*, WM 2011, 1393 (1393 f.).

<sup>426</sup> KomVorschl. AIFM-RL, KOM(2009) 207 endg. v. 30.04.2009, S. 2.

<sup>427</sup> *Bußalb/Unzicker*, BKR 2012, 309 (309); *Möllers/Harrer/Krüger*, WM 2011, 1537 (1538); *Zander*, in: *Renz/Jäger/Maas*, Compliance für geschlossene Fonds, S. 43 (45).

<sup>428</sup> Zur Aufsicht über Hedgefonds nach dem AIFM-Richtlinienvorschlag *Nietsch/Graef*, ZBB 2010, 12. Der Ansicht, dass Hedgefonds besondere Gefahren für die Finanzmärkte erzeugen, stellt sich *Lüßmann*, DB 2010, 87 (87) entgegen; vgl. ebenso *Söhner*, WM 2011, 2121 (2125). Zur früheren Regulierung von Hedge-Fonds nach dem Investmentgesetz *Bednarz*, Die Regulierung von Hedge-Fonds, S. 102 ff.

<sup>429</sup> *Weitnauer*, AG 2013, 672 (673); *Kramer/Recknagel*, DB 2011, 2077 (2077); *Spindler/Tancredi*, WM 2011, 1393 (1393 ff., 1397); *Möllers/Harrer/Krüger*, WM 2011, 1537 (1537); *Niewerth/Rybarz*, WM 2013, 1154 (1155); *Klebeck/Zollinger*, BB 2013, 458 (459); KomVorschl. AIFM-RL, KOM(2009) 207 endg. v. 30.04.2009, S. 2.

<sup>430</sup> *Zetzsche*, ZBB 2014, 22 (29).

<sup>431</sup> *Bußalb/Unzicker*, BKR 2012, 309 (310); vgl. *Dornseifer*, in: *Zetzsche*, AIFMD, S. 557 (557).

<sup>432</sup> *Weiser/Jang*, BB 2011, 1219 (1219); *Weitnauer*, BKR 2011, 143 (143).

<sup>433</sup> Erwägungsgrund Nr. 2 AIFM-RL, ABl. L 174 v. 01.07.2011, S. 1; *Hartrott/Goller*, BB 2013, 1603 (1603); *Haisch/Helios*, BB 2013, 23 (23).

<sup>434</sup> Erwägungsgrund Nr. 4 AIFM-RL, ABl. L 174 v. 01.07.2011, S. 1 f.; *Spindler/Tancredi*, WM 2011, 1393 (1395); *Bußalb/Unzicker*, BKR 2012, 309 (310).

an<sup>435</sup>, wohingegen keine Produktregulierung<sup>436</sup> und nur eine auf einen bestimmten Anlegerkreis eingeschränkte Regelung des Vertriebs erfolgt<sup>437</sup> (indirekte Regulierung<sup>438</sup>). Die AIFM-Richtlinie erfasst in ihrem Regelungsbereich sämtliche Investmentfonds, die nicht bereits durch die OGAW-Richtlinie<sup>439</sup> einer Regelung unterworfen worden sind<sup>440</sup>. Es ist ohne Bedeutung, ob die Fonds offen oder geschlossen ausgestaltet sind oder wie sie rechtlich strukturiert sind, Art. 2 Abs. 2 litt. a und c AIFM-RL<sup>441</sup>. Die Richtlinie sieht grundsätzlich vor, dass ein Vertrieb von Fonds nur an professionelle Anleger erfolgt<sup>442</sup>. Ein Vertrieb an Privatanleger im sog. Retail-Geschäft<sup>443</sup> kann jedoch durch die Mitgliedstaaten über die Öffnungsklausel des Art. 43 Abs. 1 Unterabs. 1 AIFM-RL zugelassen werden<sup>444</sup>. Die Regelungen der Richtlinie gelten dann als Mindeststandard, wobei strengere Regeln erlassen werden dürfen<sup>445</sup>. Bestimmte Formen werden vom Anwendungsbereich der Richtlinie ausgenommen, unter anderem Holdinggesellschaften, Arbeitnehmerbeteiligungssysteme und Family-Office-Vehikel<sup>446</sup>, Art. 2 Abs. 3 AIFM-RL<sup>447</sup>. Eine Ausnahme für Privatplatzierungen von Anteilen an AIF sieht die Richtlinie dabei nicht vor<sup>448</sup>.

Sämtliche Manager von AIF müssen nunmehr eine Zulassung bei den zuständigen Behörden ihres Herkunftsmitgliedstaates beantragen, Art. 7 Abs. 1 AIFM-RL (Tätigkeitsverbot mit Erlaubnisvorbehalt<sup>449</sup>)<sup>450</sup>.

---

<sup>435</sup> Wallach, RdF 2011, 80 (80); Söhner, WM 2011, 2121 (2124); Bußalb/Unzicker, BKR 2012, 309 (310); Kind/Haag, DStR 2010, 1526 (1526); Tollmann, in: Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann, AIFM-RL, Einl. Rn. 24.

<sup>436</sup> Erwägungsgrund Nr. 10 AIFM-RL, Abl. L 174 v. 01.07.2011, S. 2; Niewerth/Rybarz, WM 2013, 1154 (1155); Wagner, NJW 2013, 198 (198); Weber, NJW 2012, 274 (277); Zander, in: Renz/Jäger/Maas, Compliance für geschlossene Fonds, S. 43 (47).

<sup>437</sup> Kramer/Recknagel, DB 2011, 2077 (2078 f.)

<sup>438</sup> Nietsch/Graef, ZBB 2010, 12 (14).

<sup>439</sup> Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 13.07.2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABl. L 302 v. 17.11.2009, S. 1 ff.

<sup>440</sup> Zeppenfeld/Jacobs, jurisPR-HaGesR 12/2010 Anm. 2; Weitnauer, BKR 2011, 143 (144); Möllers/Harrer/Krüger, WM 2011, 1537 (1537).

<sup>441</sup> Erwägungsgrund Nr. 6 AIFM-RL, Abl. L 174 v. 01.07.2011, S. 2; Spindler/Tancredi, WM 2011, 1393 (1397); Kramer/Recknagel, DB 2011, 2077 (2077).

<sup>442</sup> Bußalb/Unzicker, BKR 2012, 309 (312); Weiser/Jang, BB 2011, 1219 (1224); Spindler/Tancredi, WM 2011, 1393 (1396); vgl. Mujan, BB 2013, 1653 (1653).

<sup>443</sup> Bußalb/Unzicker, BKR 2012, 309 (312).

<sup>444</sup> Loff/Klebeck, BKR 2012, 353 (356 f.).

<sup>445</sup> Art. 43 Abs. 1 Unterabs. 2 S. 1 AIFM-RL; Weiser/Jang, BB 2011, 1219 (1224); Loff/Klebeck, BKR 2012, 353 (357); Swoboda/Schatz, in: Striegel/Wiesbrock/Jesch, Kapitalbeteiligungsrecht, AIFM-RL-E Rn. 171.

<sup>446</sup> Art. 2 Abs. 3 AIFM-RL; Erwägungsgrund Nr. 8 AIFM-RL, Abl. L 174 v. 01.07.2011, S. 2; zu Family Offices unter der AIFM-Richtlinie Krause/Klebeck, BB 2012, 2063.

<sup>447</sup> Erwägungsgründe Nrn. 7 f. AIFM-RL, Abl. L 174 v. 01.07.2011, S. 2; Spindler/Tancredi, WM 2011, 1393 (1398); Bußalb/Unzicker, BKR 2012, 309 (311); Schneider, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 79 (82 ff. Rn. 187 ff.).

<sup>448</sup> Loff/Klebeck, BKR 2012, 353 (354).

<sup>449</sup> Zetzsche, in: Zetzsche, AIFMD, S. 159 (178); Weitnauer, BKR 2011, 143 (145); Klebeck, DStR 2009, 2154 (2156); Kind, in: Lüdicke/Arndt, Geschlossene Fonds, A. VI., S. 193.

<sup>450</sup> Loff/Klebeck, BKR 2012, 353 (354); Swoboda/Schatz, in: Striegel/Wiesbrock/Jesch, Kapitalbeteiligungsrecht, AIFM-RL-E Rn. 42; zu den Voraussetzungen Zetzsche, in: Zetzsche, AIFMD, S. 159 (178 ff.).

Im Rahmen der beantragten Zulassung wird unter anderem überprüft, ob die Manager der AIF über entsprechende Erfahrungen und Kenntnisse zur Verwaltung der angegebenen AIF verfügen und ob sie über eine ausreichende Kapitalausstattung verfügen (Art. 8 AIFM-RL)<sup>451</sup>. Auch sind diverse Informationen zu den AIF, deren Verwaltung geplant ist, einzureichen (Art. 7 Abs. 3 AIFM-RL)<sup>452</sup>. Während ihrer laufenden Tätigkeit müssen AIFM Wohlverhaltens- und Organisationsvorschriften einhalten (Art. 12 AIFM-RL)<sup>453</sup>, unter anderem ein Risiko- und Liquiditätsmanagement<sup>454</sup> einrichten (Art. 15 f. AIFM-RL)<sup>455</sup> sowie umfassenden Informations- und Berichtspflichten nachkommen<sup>456</sup>. Sie müssen unter anderem Regelungen zur Transparenz befolgen (z.B. Erstellung von Jahresabschlüssen, Art. 22 AIFM-RL)<sup>457</sup> und den Behörden regelmäßig bestimmte Auskünfte erteilen (z.B. über den Anteil an schwer liquidierbaren Vermögenswerten, in die der AIF investiert hat, Art. 24 Abs. 2 lit. a AIFM-RL)<sup>458</sup>. Zudem enthält die Richtlinie Vorgaben zu den Vergütungsregeln der Fondsmanager<sup>459</sup>. Die Verwaltung des AIF kann durch einen internen oder externen Verwalter erfolgen (Art. 5 Abs. 1 AIFM-RL)<sup>460</sup>. Für jeden verwalteten AIF hat der AIFM eine Verwahrstelle zu bestellen, die auch Überwachungsfunktionen wahrnimmt, Art. 21 AIFM-RL<sup>461</sup>. Die Richtlinie stellt zudem einige Anforderungen an Informationen, die den Anlegern im Rahmen des Vertriebs erteilt werden müssen, auf, Art. 23 AIFM-RL<sup>462</sup>. Spezielle Anforderungen – entsprechend dem ursprünglichen Ansatz der Richtlinie – werden an den Einsatz von Fremdkapital (Hedgefonds) gestellt<sup>463</sup>, Art. 25 AIFM-RL, da Hedgefonds unter bestimmten Umständen zur Entstehung

---

<sup>451</sup> *Spindler/Tancredi*, WM 2011, 1393 (1399 ff.); *Bußalb/Unzicker*, BKR 2012, 309 (314); *Swoboda/Schatz*, in: *Striegel/Wiesbrock/Jesch*, Kapitalbeteiligungsrecht, AIFM-RL-E Rn. 46 ff.

<sup>452</sup> *Möllers/Harrer/Krüger*, WM 2011, 1537 (1539); vgl. *Jesch/Geyer*, BKR 2012, 359 (362).

<sup>453</sup> *Weiser/Jang*, BB 2011, 1219 (1222 f.); *Weitnauer*, BKR 2011, 143 (145 f.); *Bußalb/Unzicker*, BKR 2012, 309 (315 ff.); noch zum Entwurf der AIFM-Richtlinie *Klebeck*, DStR 2009, 2154 (2157 ff.).

<sup>454</sup> Eingehend *Zetzsche/Eckner*, in: *Zetzsche*, AIFMD, S. 265 (265 ff.); *Zander*, in: *Renz/Jäger/Maas*, Compliance für geschlossene Fonds, S. 43 (52 f.).

<sup>455</sup> *Zeppenfeld/Jacobs*, jurisPR-HaGesR 12/2010 Anm. 2; *Bußalb/Unzicker*, BKR 2012, 309 (315); *Nietsch/Graef*, ZBB 2010, 12 (15).

<sup>456</sup> *Spindler/Tancredi*, WM 2011, 1393 (1401 ff.); *Söhner*, WM 2011, 2121 (2124); vgl. *Jesch/Klebeck*, BB 2011, 1866 (1867).

<sup>457</sup> *Zeppenfeld/Jacobs*, jurisPR-HaGesR 12/2010 Anm. 2; *Horan*, in: *Zetzsche*, AIFMD, S. 109 (113 f.).

<sup>458</sup> *Spindler/Tancredi*, WM 2011, 1441 (1441 ff.); *Bußalb/Unzicker*, BKR 2012, 309 (315 ff.); *Weiser/Jang*, BB 2011, 1219 (1223 f.).

<sup>459</sup> *Staat*, in: *Zetzsche*, AIFMD, S. 711 (716); *Möllers/Hailer*, ZBB 2012, 178 (190 f.); *Bußalb/Unzicker*, BKR 2012, 309 (310); *Weiser/Jang*, BB 2011, 1219 (1222); *Spindler/Tancredi*, WM 2011, 1393 (1404 f.); *Jesch/Klebeck*, BB 2011, 1866 (1867 f.); *Klebeck/Zollinger*, BB 2013, 458 (463); *Horan*, in: *Zetzsche*, AIFMD, S. 109 (124 f.).

<sup>460</sup> *Bußalb/Unzicker*, BKR 2012, 309 (312).

<sup>461</sup> *Möllers/Harrer/Krüger*, WM 2011, 1537 (1542); *Bußalb/Unzicker*, BKR 2012, 309 (317); *Melvan*, ZfgK 2012, 807 (807 f.); eingehend *Hooghiemstra*, in: *Zetzsche*, AIFMD, S. 409 (409 ff.); *Clerc/Deege*, in: *Zetzsche*, AIFMD, S. 447 (447 ff.); vgl. auch *Siena*, in: *Zetzsche*, AIFMD, S. 455 (455 ff.).

<sup>462</sup> *Spindler/Tancredi*, WM 2011, 1441 (1442 f.); *Bußalb/Unzicker*, BKR 2012, 309 (318 f.); *Zetzsche/Eckner*, in: *Zetzsche*, AIFMD, S. 333 (335 ff.).

<sup>463</sup> Näheres zum Reporting von Hedgefonds, *Dornseifer*, in: *Zetzsche*, AIFMD, S. 557 (557 ff.).

von Systemrisiken oder zu Marktstörungen beitragen können<sup>464</sup>, sowie bei dem Erwerb von wesentlichen Beteiligungen an bestimmten nicht börsennotierten Unternehmen (Private Equity-Fonds), Art. 26 ff. AIFM-RL<sup>465</sup>.

Die AIFM-Richtlinie sieht die Möglichkeit des europaweiten Vertriebs vor<sup>466</sup> (sog. EU-Vertriebs- und EU-Verwaltungspass<sup>467</sup>), der in einem Mitgliedstaat zugelassene Fondsmanager in der gesamten Europäischen Union zum Vertrieb an professionelle Anleger berechtigt, sofern bestimmte Voraussetzungen im Wege des geregelten Notifizierungsverfahrens erfüllt werden, Art. 32 AIFM-RL<sup>468</sup>. Auch sind Regelungen für Sachverhalte mit Drittstaatenbezug getroffen worden, d.h. die Verwaltung eines außereuropäischen AIF oder die Verwaltung durch einen außereuropäischen AIFM (Art. 34 ff. AIFM-RL)<sup>469</sup>.

Zur Wahrung der Verhältnismäßigkeit<sup>470</sup> ist für AIFM, die von ihrem verwalteten Vermögen unterhalb der De-minimis-Schwelle von 100 Mio. EUR bzw. (bei nicht hebelfinanzierten AIF) 500 Mio. EUR liegen, ein reduziertes Aufsichtsregime vorgesehen, Art. 3 Abs. 2 AIFM-RL<sup>471</sup>. Derartige „kleine“ AIF werden als nicht nennenswert risikobehaftet angesehen, sodass für diese nur eine Registrierung und keine Zulassung als ausreichend erachtet wird<sup>472</sup> (sog. Proportionalitätsprinzip<sup>473</sup>). Zudem stünden Kosten und Verwaltungsaufwand in keinem Verhältnis zum Nutzen<sup>474</sup>. Für derartige AIF ist neben der AIFM-Richtlinie ein Parallelregime durch die europäische Risikokapitalverordnung<sup>475</sup> geschaffen worden<sup>476</sup>, die zum

---

<sup>464</sup> Erwägungsgrund Nr. 49 AIFM-RL, Abl. L 174 v. 01.07.2011, S. 7.

<sup>465</sup> *Clerc*, in: *Zetzsche*, AIFMD, S. 575 (575 ff.); *Spindler/Tancredi*, WM 2011, 1441 (1444 f.); *Söhner*, WM 2011, 2121 (2124 f.); *Möllers/Harrer/Krüger*, WM 2011, 1537 (1541 f.); *Bußalb/Unzicker*, BKR 2012, 309 (316); *Wallach*, RdF 2011, 80 (85 f.); *Klebeck*, DStR 2009, 2154 (2158 f.).

<sup>466</sup> *Zetzsche/Litwin*, in: *Zetzsche*, AIFMD, S. 367 (367).

<sup>467</sup> *Möllers/Seidenschwann*, in: *Möllers/Kloyer*, KAGB Tagungsband, S. 1 (8 Rn. 14); *Zetzsche/Litwin*, in: *Zetzsche*, AIFMD, S. 367 (392).

<sup>468</sup> *Wallach*, RdF 2011, 80 (86 ff.); *Loff/Klebeck*, BKR 2012, 353 (355); *Spindler/Tancredi*, WM 2011, 1441 (1446 f.); *Bußalb/Unzicker*, BKR 2012, 309 (318); *Klebeck*, DStR 2009, 2154 (2159); vgl. *Jesch*, BB 2012, 2895 (2896); *Zetzsche*, in: *Zetzsche*, AIFMD, S. 1 (15).

<sup>469</sup> *Spindler/Tancredi*, WM 2011, 1441 (1447 ff.); *Frick*, in: *Gericke*, Private Equity III, S. 77 (79 ff.) (mit dem Fokus auf der Schweiz als Drittstaat); vgl. auch *Zetzsche/Litwin*, in: *Zetzsche*, AIFMD, S. 367 (367 ff.).

<sup>470</sup> Um gleiche Wettbewerbsbedingungen zu gewährleisten und Umgehungsmöglichkeiten zu vermeiden wurde im Rahmen der Entwicklung vorgeschlagen, die Schwellenwertregelung abzuschaftern und allein durch den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit zu ersetzen, *Fischer zu Cramburg*, NZG 2010, 101 (101).

<sup>471</sup> Erwägungsgrund Nr. 17 AIFM-RL, Abl. L 174 v. 01.07.2011, S. 3; *Bußalb/Unzicker*, BKR 2012, 309 (312); *Spindler/Tancredi*, WM 2011, 1393 (1398); *Möllers/Harrer/Krüger*, WM 2011, 1537 (1538); *Jesch/Klebeck*, BB 2011, 1866 (1868); *Tollmann*, in: *Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann*, AIFM-RL, Einl. Rn. 30 ff.; *Weitnauer*, HB Venture Capital, B. III Rn. 99, S. 91.

<sup>472</sup> *Bußalb/Unzicker*, BKR 2012, 309 (312); *Nelle/Klebeck*, BB 2013, 2499 (2499).

<sup>473</sup> *Zetzsche*, ZBB 2014, 22 (24).

<sup>474</sup> KomVorsch. AIFM-RL, KOM(2009) 207 endg. v. 30.04.2009, S. 6.

<sup>475</sup> Verordnung (EU) des Europäischen Parlaments und des Rates v. 17.04.2013 über Europäische Risikokapitalfonds (EuVECA-VO), ABl. L 115 v. 25.04.2013, S. 1 ff.

<sup>476</sup> *Jesch/Aldinger*, RdF 2012, 217 (217).

Ziel hat, die Investition von Risikokapital europaweit zu vereinfachen<sup>477</sup> und die Kapitalbeschaffungsmöglichkeit von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) zu erhöhen<sup>478</sup>. Die Vorteile dieser Verordnung können Spezial-AIF mit geringeren Platzierungsvolumina, die hauptsächlich in Start-Ups (Unternehmen, die in der Anfangsphase ihres Unternehmensdaseins stehen) investieren, nutzen<sup>479</sup>.

## II. Die Umsetzung der AIFM-Richtlinie im Kapitalanlagegesetzbuch

Das Kapitalanlagegesetzbuch ist als Hauptteil des Gesetzes zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie zum 22. Juli 2013 in Kraft getreten<sup>480</sup>. Das Erfordernis der Umsetzung der AIFM-Richtlinie hat der deutsche Gesetzgeber zum Anlass genommen, den gesamten Investmentfondsbereich in Deutschland in einem in sich geschlossenen Regelwerk neu zu regeln<sup>481</sup>. Er ist deutlich über die Umsetzung der Richtlinie hinausgegangen und hat sich im Ergebnis für eine „große Lösung“ entschieden<sup>482</sup>: Das Kapitalanlagegesetzbuch vereint nun die Vorschriften zu Anlageformen in Wertpapiere, die als Umsetzung der OGAW-Richtlinie im Investmentgesetz geregelt waren, und sämtliche anderen Anlageformen, die nicht bereits der OGAW-Richtlinie unterfallen und für die nun mit der AIFM-Richtlinie Regelungen geschaffen wurden<sup>483</sup>. Lediglich einzelne Sachverhaltskonstellationen (z.B. bestimmte Wertpapierunternehmen, Holdingsgesellschaften) wurden aus dem Anwendungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuchs genommen<sup>484</sup>. Das Investmentgesetz wurde aufgehoben und in das Kapitalanlagegesetzbuch integriert<sup>485</sup>. Bezüglich der AIF wurden nicht nur Regelungen zu deren Managern getroffen, sondern auch umfassende Produkt- und Vertriebsregelungen<sup>486</sup>. Die Regelungen zu geschlossenen Fonds, die vorher im Vermögensanlagegesetz geregelt waren, wurden als solche für geschlossene (Publikums-) AIF in das Kapitalanlagegesetzbuch integriert<sup>487</sup>. Das Vermögensanlagegesetz bleibt – anders als das Investmentgesetz – weiterhin bestehen, jedoch sind geschlossene Fonds aus dem Anwendungsbereich herausgenommen und in den des Kapitalanlagegesetzbuches übernommen worden<sup>488</sup>.

---

<sup>477</sup> Erwägungsgrund Nr. 2 EuVECA-VO, ABI. L 115 v. 25.04.2013, S. 1.

<sup>478</sup> *Jesch/Aldinger*, RdF 2012, 217 (217 f.).

<sup>479</sup> Art. 2 Abs. 1 EuVECA-VO; Erwägungsgrund Nr. 1 EuVECA-VO, ABI. L 115 v. 25.04.2013, S. 1.

<sup>480</sup> Zu den Übergangsvorschriften für geschlossene Fonds *Voigt/Busse*, BKR 2013, 184 (185 ff.) (noch zum Kabinettsentwurf v. 12.12.2012, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013); vgl. auch *Volhard/Jang*, DB 2013, 273 (275); *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 256 ff. zu den Übergangsbestimmungen betreffend die Erlaubniserteilung der Kapitalverwaltungsgesellschaften *Jesch/Alten*, RdF 2013, 191 (199 f.).

<sup>481</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 187 ff.; *Niewerth/Rybarz*, WM 2013, 1154 (1156, 1167); *Mujan*, BB 2013, 1653 (1653).

<sup>482</sup> *Kobbach/Anders*, NZG 2012, 1170 (1170); *Freitag*, NZG 2013, 329 (329).

<sup>483</sup> *Gänßler*, BaFin Journal 04/2013, 18 (18); *Baas/Izzo-Wagner*, Die Bank 11/2012, 24 (26); *Mujan*, BB 2013, 1653 (1653); *Elser/Stadler*, DStR 2012, 2561 (2561); *Voigt/Busse*, BKR 2013, 184 (185).

<sup>484</sup> § 2 Abs. 1, 3 KAGB; *Krause*, in: Beckmann/Scholtz/Vollmer, Investment-HB, vor 405 Rn. 29 ff., In/EL 8/12 – X.12.

<sup>485</sup> *Hartrott/Goller*, BB 2013, 1603 (1603); *Volhard/El-Qalqili*, EWS 2013, 281 (282).

<sup>486</sup> *Röh*, AssCompact 04/2013, 135 (135); vgl. *Voigt/Busse*, BKR 2013, 184 (185).

<sup>487</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 191.

<sup>488</sup> *Mujan*, BB 2013, 1653 (1653); *Hartrott/Goller*, BB 2013, 1603 (1605); *Voigt/Busse*, BKR 2013, 184 (185); *Jäger/Maas/Renz*, CCZ 2014, 63 (64); vgl. *Staat*, in: Zetzsche, AIFMD, S. 711 (721 f.).

Nach dem Kapitalanlagegesetzbuch werden Investmentvermögen durch Kapitalverwaltungsgesellschaften verwaltet, d.h. sie müssen mindestens die Portfolioverwaltung oder das Risikomanagement für ein oder mehrere Investmentvermögen erbringen (§ 17 Abs. 1 S. 2 KAGB)<sup>489</sup>. Das Kapitalanlagegesetzbuch stellt umfassende Regelungen für die Verwaltungsgesellschaften, also die Manager von Investmentvermögen, auf<sup>490</sup>. Dazu zählen Anforderungen für die Zulassung oder Registrierung von Verwaltungsgesellschaften, die Investmentvermögen vertreiben möchten, sowie diverse Verhaltens- und Organisationsvorschriften<sup>491</sup>, z.B. die Einrichtung eines Risiko- und Liquiditätsmanagementsystems (§§ 29 f. KAGB)<sup>492</sup> und Regelungen zu den Vergütungssystemen<sup>493</sup>. Die Verwaltung der Investmentvermögen kann intern, d.h. ohne Bestellung einer zusätzlichen Verwaltungsgesellschaft, oder extern erfolgen<sup>494</sup>. Nahezu sämtliche Manager von Investmentvermögen bedürfen nun einer Erlaubnis (§ 20 Abs. 1 S. 1 KAGB)<sup>495</sup>. Ausgenommen sind lediglich sog. kleine AIFM, die bestimmte Schwellenwerte hinsichtlich ihres verwalteten Vermögens nicht überschreiten<sup>496</sup>.

Das Kapitalanlagegesetzbuch stellt nun umfassende Regelungen für sowohl offene als auch geschlossene Investmentvermögen auf<sup>497</sup>. Eine Abgrenzung von offenen und geschlossenen AIF erfolgt danach, ob die Anteile vor Beginn der Liquidations- oder Auslaufphase auf Ersuchen eines Anteilseigners direkt oder indirekt aus den Vermögenswerten des AIF und nach den Verfahren und mit der Häufigkeit, die in den Vertragsbedingungen oder der Satzung, dem Prospekt oder den Emissionsunterlagen festgelegt sind, zurückgekauft oder zurückgenommen werden können<sup>498</sup> (§ 1 Abs. 4 Nr. 2, 5 KAGB i.V.m. Art. 1

---

<sup>489</sup> *Hartrott/Goller*, BB 2013, 1603 (1605); *Niewerth/Rybarz*, WM 2013, 1154 (1158); *Kramer/Recknagel*, DB 2011, 2077 (2079); *Poelzig/Volmer*, DNotZ 2014, 483 (486).

<sup>490</sup> Einen zusammenfassenden Überblick verschaffen *Weiser/Hüwel*, BB 2013, 1091.

<sup>491</sup> *Wallach*, RdR 2013, 92 (95 f.); *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89 (92); *van Kann/Redeker/Keiluweit*, DStR 2013, 1483 (1484); *Werner*, StBW 2013, 811 (812); *Servatius*, ZfIR 2014, 134(141).

<sup>492</sup> *Van Kann/Redeker/Keiluweit*, DStR 2013, 1483 (1484); *Hartrott/Goller*, BB 2013, 1603 (1606); ausführlich *Sprengnether/Wächter*, WM 2014, 877.

<sup>493</sup> *Mujan*, BB 2013, 1653 (1654 ff.); *Klebeck/Kolbe*, BB 2014, S. 707 (712 f.); *Hopfe*, DB0604241 v. 30.07.2013; vgl. *Jesch/Klebeck*, BB 2011, 1866 (1867); ausführliche Überlegungen zur Umsetzung der Vergütungsvorgaben der AIFM-Richtlinie in das deutsche Recht einschließlich einer Markt Betrachtung zu Vergütungsregimen bei alternativen Investmentfonds *Möllers/Hailer*, ZBB 2012, 178.

<sup>494</sup> *Weiser/Hüwel*, BB 2013, 1091 (1091 f.); RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 189; *Niewerth/Rybarz*, WM 2013, 1154 (1158); *Hartrott/Goller*, BB 2013, 1603 (1605); *Burgard/Heimann*, WM 2014, 821 (825). Die interne Verwaltung wird voraussichtlich der Ausnahmefall sein, da ansonsten für jedes Produkt ein eigenständiges Erlaubnisverfahren durchlaufen werden müsste, *Wallach*, ZGR 2014, 289 (300).

<sup>495</sup> *Meixner*, ZAP Fach 8, 489 (495); *Herring/Loff*, DB 2012, 2029 (2029); *Niewerth/Rybarz*, WM 2013, 1154 (1159); *Hartrott/Goller*, BB 2013, 1603 (1606); *van Kann/Redeker/Keiluweit*, DStR 2013, 1483 (1483).

<sup>496</sup> *Baas/Izzo-Wagner*, Die Bank 03/2013, 12 (13).

<sup>497</sup> *Wallach*, RdR 2013, 92 (92); *Meixner*, ZAP Fach 8, 489 (492).

<sup>498</sup> Bei der Feststellung wird die Tatsache, dass die Anteile eines AIF auf dem Sekundärmarkt gehandelt werden können und vom AIF nicht zurückgekauft oder zurückgenommen werden, nicht berücksichtigt, Art. 1 Abs. 2 Unterabs. 3 VO (EU) Nr. 694/2014.

Abs. 2 f. VO (EU) Nr. 694/2014<sup>499</sup>. Ursprünglich erfolgte die Abgrenzung noch anhand der Möglichkeit, die Anteile mindestens einmal jährlich zurückgeben zu können<sup>500</sup>. Ob ein offener oder ein geschlossener AIF vorliegt, ist wesentlich für die anwendbaren Regularien, die bei offenen AIF z.T. erheblich strikter ausgestaltet sind als bei geschlossen<sup>501</sup>.

Nach den Anlegergruppen werden Spezial-AIF von Publikums-AIF unterschieden<sup>502</sup>. Spezial-AIF sind AIF, die nur an professionelle und semiprofessionelle Anleger vertrieben werden dürfen (§ 1 Abs. 6 S. 1 KAGB)<sup>503</sup>. Ausschließlich den Vertrieb dieser Fonds regelt die AIFM-Richtlinie<sup>504</sup>. Der nationale Gesetzgeber hat von der Öffnungsklausel des Art. 43 Abs. 1 Unterabs. 1 AIFM-RL Gebrauch gemacht und den Vertrieb an Kleinanleger bzw. solche, die nicht als professionelle oder semiprofessionelle Anleger angesehen werden, geregelt (Publikumsinvestmentvermögen)<sup>505</sup>. Die Zulässigkeit des Vertriebs von geschlossenen AIF an Privatanleger entspricht der Situation, die auch bislang in Deutschland – anders als in vielen anderen europäischen Staaten, die einen Vertrieb an Privatanleger bislang schon nicht gestatteten<sup>506</sup> – herrschte<sup>507</sup>.

Für jedes Investmentvermögen muss eine Verwahrstelle beauftragt werden, die die Verwahr- und Kontrollfunktion für die Vermögensgegenstände, die zum Investmentvermögen gehören, ausübt<sup>508</sup>. Verwahrstellen werden nun auch für geschlossene AIF verpflichtend<sup>509</sup>. Vorschriften zu den Verwahrstellen – aus dem Investmentgesetz bekannt als Depotstellen<sup>510</sup> – finden sich in den §§ 68 ff. KAGB<sup>511</sup>. Bezüg-

---

<sup>499</sup> Delegierte Verordnung (EU) Nr. 694/2014 der Kommission v. 17.12.2013 zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf technische Regulierungsstandards zur Bestimmung der Arten von Verwaltern alternativer Investmentfonds, Abl. L 183 v. 24.06.2014, S. 18 ff.

<sup>500</sup> § 1 Abs. 4 und 5 KAGB a.F., *Niewerth/Rybarz*, WM 2013, 1154 (1157); *Hartrott/Goller*, BB 2013, 1603 (1605).

<sup>501</sup> *Geurts/Schubert*, WM 2014, 2154 (2157 f.).

<sup>502</sup> *Werner*, StBW 2013, 811 (813); *Loff/Klebeck*, BKR 2012, 353 (357); *Hartrott/Goller*, BB 2013, 1603 (1605).

<sup>503</sup> *Niewerth/Rybarz*, WM 2013, 1154 (1157).

<sup>504</sup> *Bußalb/Unzicker*, BKR 2012, 309 (312); *Weiser/Jang*, BB 2011, 1219 (1224); *Spindler/Tancredi*, WM 2011, 1393 (1396); *Mujan*, BB 2013, 1653 (1653).

<sup>505</sup> *Mujan*, BB 2013, 1653 (1653).

<sup>506</sup> Der Vertrieb geschlossener Fonds an Privatanleger ist in der Europäischen Union nur in Deutschland, Österreich und den Niederlanden erlaubt, Verbraucherzentrale Bundesverband (vzbv), Mangelnder Verbraucherschutz bei Vermögensanlagen – Forderungspapier des Verbraucherzentrale Bundesverbands (vzbv) v. 21.05.2013, S. 2; *Nölke*, Immobilien & Finanzierung 04/2012, 122 (122 f.); *Haimann*, FTD v. 22.11.2011, S. 118.

<sup>507</sup> Vgl. *Nölke*, Immobilien & Finanzierung 04/2012, 122 (122).

<sup>508</sup> *Werner*, StBW 2013, 811 (815); *Burgard/Heimann*, WM 2014, 821 (826 f.); *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 217 ff.; *Wallach*, RdR 2013, 92 (97 ff.); *Gänßler*, BaFin Journal 04/2013, 18 (20); eingehend *Stremnitzer/Herkströter*, in: Beckmann/Scholtz/Vollmer, Investment-HB, vor 405 Rn. 157 ff., In/EL 9/12 – X.12; *Bußian/Kille*, WPg 2014, 837 (838).

<sup>509</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 189; *Niewerth/Rybarz*, WM 2013, 1154 (1160); *Bußalb/Unzicker*, BKR 2012, 309 (316).

<sup>510</sup> *Kobbach/Anders*, NZG 2012, 1170 (1171); *Hübner*, WM 2014, 106 (107); *Oser*, ZfgK 2014, 71 (71).

<sup>511</sup> Hierzu *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89 (96); *Niewerth/Rybarz*, WM 2013, 1154 (1159 f.); *Kapteina/Davis*, WM 2013, 1977 (1979 ff.) (insb. auch zur Unterverwahrung).

lich der Investmentvermögen selbst – sowohl offenen als auch geschlossenen – werden konkrete Anforderungen aufgestellt, beispielsweise an die Gestaltung des Gesellschaftsvertrags bzw. der Satzung und die Anlagebedingungen, die das vertragliche Verhältnis der Anleger zu den Investmentvermögen regeln,<sup>512</sup> oder auch die Geschäftsführung<sup>513</sup>. Nachdem die Wahl der gesellschaftsrechtlichen Form bislang dem Fonds selbst überlassen worden ist<sup>514</sup>, herrscht nunmehr ein Numerus Clausus der gesellschaftsrechtlichen Strukturen, nach denen ein Investmentvermögen aufgelegt werden darf: Bei geschlossenen Investmentvermögen sind dies nur die Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital sowie die Investmentkommanditgesellschaft<sup>515</sup>, die ein spezielles Sonderstatut aufweisen, das vom allgemeinen Gesellschaftsrecht erheblich abweicht<sup>516</sup>. Auch die Vermögensgegenstände, in die investiert werden darf, werden für geschlossene Publikums-AIF in § 261 KAGB<sup>517</sup> und für geschlossene Spezial-AIF in § 285 KAGB<sup>518</sup> geregelt. Für geschlossene Publikums-AIF besteht nunmehr auch ein grundsätzliches Erfordernis einer Risikodiversifikation, § 262 Abs. 1 KAGB<sup>519</sup>. Besondere Regelungen werden zudem für geschlossene AIF, die die Kontrolle über nicht börsennotierte Unternehmen und Emittenten erlangen (Private Equity-Fonds), aufgestellt (§ 261 Abs. 7 KAGB i.V.m.) §§ 287 ff. KAGB<sup>520</sup>. Auch die Informationen, die den Anlegern über einen AIF zur Verfügung gestellt werden müssen, werden speziell – dabei mit Unterscheidungen bzw. Spezial- und Publikums-AIF – geregelt, unter anderem die Pflicht zur Erstellung eines Prospektes und wesentlicher Anlegerinformationen. Ebenso werden die Anforderungen, die an den Vertrieb und den Erwerb von Anteilen an Investmentvermögen gestellt werden, detailliert geregelt<sup>521</sup>.

---

<sup>512</sup> *Burgard/Heimann*, WM 2014, 821 (828).

<sup>513</sup> *Freitag*, NZG 2013, 329 (333f.); *Voigt/Busse*, BKR 2013, 184 (185).

<sup>514</sup> *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89 (93); *Weitnauer*, HB Venture Capital, B. II. Rn. 52, S. 77; *Freitag*, NZG 2013, 329 (330).

<sup>515</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 190; *Fischer/Friedrich*, ZBB 2013, 153 (156); *Niewerth/Rybarz*, WM 2013, 1154 (1158); unter anderem zu den gesellschaftsrechtlichen Konsequenzen im Falle eines Verstoßes gegen den Rechtsformzwang *Freitag*, NZG 2013, 329 (330); *Herring/Loff*, DB 2012, 2029 (2034).

<sup>516</sup> Ausführlich *Zetzsche*, AG 2013, 613 (613 ff.); *Wiedemann*, NZG 2013, 1041 (1041 ff.); *Freitag*, NZG 2013, 329 (329 ff.).

<sup>517</sup> *Niewerth/Rybarz*, WM 2013, 1154 (1164 f.); *van Kann/Redeker/Keiluweit*, DStR 2013, 1483 (1485); *Wollenhaupt/Beck*, DB 2013, 1950 (1954).

<sup>518</sup> *Hartrott/Goller*, BB 2013, 1603 (1609); *Niewerth/Rybarz*, WM 2013, 1154 (1165); *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 197.

<sup>519</sup> *Loff/Klebeck*, BKR 2012, 353 (357); *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89 (95); *Herring/Loff*, DB 2012, 2029 (2034); *Niewerth/Rybarz*, WM 2013, 1154 (1164); *Hartrott/Goller*, BB 2013, 1603 (1609); *van Kann/Redeker/Keiluweit*, DStR 2013, 1483 (1485).

<sup>520</sup> *Koch*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 111 (121 ff. Rn. 285 ff.); *van Kann/Redeker/Keiluweit*, DStR 2013, 1483 (1487 f.); hierzu im Detail *Viciano-Gofferje*, BB 2013, 2506 (2506 ff.); *Koch*, WM 2014, 433 (435 ff.); *Weitnauer*, AG 2013, 672 (673 ff.); *Burgard/Heimann*, WM 2014, 821 (829 f.).

<sup>521</sup> Hierzu z.B. *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89 (97 ff.); *Röh*, AssCompact 04/2013, 135 (135).

Das Kapitalanlagegesetzbuch hat darüber hinaus bereits die Voraussetzungen für die Anwendung der Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds<sup>522</sup> sowie der Verordnung über Europäische Fonds für soziales Unternehmertum<sup>523</sup> geschaffen<sup>524</sup>.

Die für etwa ein halbes Jahr seit Inkrafttreten des Kapitalanlagegesetzbuches ausstehende<sup>525</sup> und an dieses anknüpfende Neuregelung des Investmentsteuergesetzes<sup>526</sup> ist zum 24. Dezember 2013 in Kraft getreten. In den Anwendungsbereich des Investmentsteuergesetzes sind nun auch z.T. bislang nicht regulierte Fonds einbezogen (und für diese ein neues Besteuerungsregime geschaffen worden)<sup>527</sup>. Für geschlossene Fonds in der Form von Personengesellschaften (sofern sie keine Investmentfonds sind, gelten sie als Personen-Investitionsgesellschaften) und ihre Anleger gelten die allgemeinen steuerlichen Regelungen für Personengesellschaften<sup>528</sup>.

### III. Überblick über die Anforderungen vor dem Herantreten an den Kapitalmarkt

Vertrieb wird in § 293 Abs. 1 S. 1 KAGB als das direkte oder indirekte Anbieten oder Platzieren von Anteilen oder Aktien eines Investmentvermögens definiert<sup>529</sup>, worunter bereits das bloße Werben fällt<sup>530</sup>. Der Vertriebsbegriff wird entsprechend der AIFM-Richtlinie in Bezug auf professionelle und semiprofessionelle Anleger eingeschränkt<sup>531</sup>: Ein Vertrieb an diese Anleger ist nur dann gegeben, wenn dieser auf Initiative der Verwaltungsgesellschaft oder in deren Auftrag erfolgt und sich an semiprofessionelle oder professionelle Anleger richtet<sup>532</sup>, § 293 Abs. 1 S. 3 KAGB. Eine Differenzierung, wie sie der deutsche Gesetzgeber zwischen dem öffentlichen Angebot und der Privatplatzierung bislang gemacht hat, gibt es nun nicht mehr<sup>533</sup>. Das bisherige Privatplatzierungsregime wird abgeschafft<sup>534</sup>. Für alle Arten von

---

<sup>522</sup> Verordnung (EU) Nr. 345/2013 des Europäischen Parlament und des Rates v. 17.04.2013 über Europäische Risikokapitalfonds, ABl. L 115 v. 25.04.2013, S. 1 ff.

<sup>523</sup> Verordnung (EU) Nr. 346/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates v. 17.04.2013 über Europäische Fonds für soziales Unternehmertum, ABl. L 115 v. 25.4.2013, S. 18 ff.

<sup>524</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 187, 193; *Jesch/Alten*, RdF 2013, 191 (193); *Meixner*, ZAP Fach 8, 489 (490).

<sup>525</sup> Dies führte zwischenzeitlich zu erheblichen Unsicherheiten bei Fondsmanagern und Investoren, *Bujotzek* DB0605832 v. 06.08.2013.

<sup>526</sup> Die Neuregelung erfolgte durch das AIFM-Steuer-Anpassungsgesetz; hierzu (z.T. noch zum Regierungsentwurf, BT-Drs. 17/12603 v. 04.03.2013) *Elser/Stadler*, DStR 2014, 231; *dies.*, DStR 2013, 225; *Hartrott/Goller*, BB 2013, 1603 (1610 ff.); *Patzner/Wiese*, IStR 2013, 73; *Haisch/Helios*, BB 2013, 23; *Bäumel*, FR 2013, 746.

<sup>527</sup> *Buge*, DB0648367 v. 29.01.2014; *Jesch/Siemko*, BB 2014, 3075 (3078); *Elser/Stadler*, DStR 2014, 233 (233).

<sup>528</sup> *Jesch/Klebeck/Bragrock*, in: *Jesch/Klebeck/Dobrauz-Saldapenna*, Investmentrecht, S. 45 Rn. 203; *Jesch/Haug*, DStZ 2013, 771 (778); *Bujotzek*, DB0646428 v. 07.01.2014; vgl. *Jesch/Haug*, DStZ 2014, 345 (347, 349); *Elser/Stadler*, DStR 2014, 233 (236); *Kempf/Seledina*, SteuK 2014, 467 (469); *Ronig/Geiermann*, StBW 2014, 264 (265).

<sup>529</sup> *Hartrott/Goller*, BB 2013, 1603 (1609); *Wallach*, RdF 2013, 92 (100).

<sup>530</sup> *Röh*, AssCompact 04/2013, 135 (135).

<sup>531</sup> *Wallach*, RdF 2013, 92 (101); *Ewers*, BaFin Journal 06/2013, 17 (18).

<sup>532</sup> *Jäger/Maas/Renz*, CCZ 2014, 63 (71); *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89 (97); *Volhard/Jang*, DB 2013, 273 (273).

<sup>533</sup> *Loff/Klebeck*, BKR 2012, 353 (354, 357); *Kurz*, DB 2013, 501 (507); *Einsele*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Kap., § 10 Rn. 63.

<sup>534</sup> *Wallach*, RdF 2013, 92 (100); *Volhard/Jang*, DB 2013, 273 (273 f.); *Görke/Ruhl*, BKR 2013, 142 (148).

Investmentvermögen muss nun ein Anzeigeverfahren durchlaufen werden, bevor der Vertrieb aufgenommen werden darf<sup>535</sup>. Ausgenommen von den umfassenden Vertriebsregeln werden lediglich sog. kleine AIFM, die ausschließlich Spezial-AIF verwalten und deren Vermögen bestimmte Schwellenwerte nicht überschreiten<sup>536</sup>.

Die Vertriebsvorschriften im Kapitalanlagegesetzbuch differenzieren in dreierlei Weise<sup>537</sup>: Nach dem Anlegerpublikum (professionelle bzw. semiprofessionelle Anleger und Kleinanleger)<sup>538</sup> und nach der Art des Investmentvermögens (inländisch, EU/EWR, ausländisch) und des Fondsmanagers (AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft<sup>539</sup>, EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft<sup>540</sup>, ausländische AIF-Verwaltungsgesellschaft<sup>541</sup>)<sup>542</sup>. Spezial-AIF sind gemäß § 1 Abs. 6 S. 1 KAGB solche AIF, die nur von professionellen und semiprofessionellen Anlegern erworben werden dürfen<sup>543</sup>. Professioneller Anleger ist gemäß § 1 Abs. 19 Nr. 32 KAGB jeder Anleger, der i.S.v. Anhang II der Richtlinie 2004/39/EG<sup>544</sup> als professioneller Kunde angesehen wird oder auf Antrag als ein professioneller Kunde behandelt werden kann. Zu den geborenen professionellen Anlegern zählen vor allem Kreditinstitute, Versicherungen, Pensionsfonds und sonstige Unternehmen der Finanzdienstleistungsbranche<sup>545</sup>. Als semiprofessionelle Anleger werden Investoren entweder nur aufgrund der Höhe ihrer Anlagesumme, aufgrund ihrer beruflichen Expertise oder aufgrund der Höhe ihrer Anlagesumme in Kombination mit besonderer Anlageerfahrung, die einer Überprüfung unterliegt, eingestuft<sup>546</sup>, § 1 Abs. 19 Nr. 33 KAGB. Im Hinblick auf die Investitionsvolumina und ihre Expertise ist es gerechtfertigt, sie mit professionellen Anlegern gleichzustellen<sup>547</sup>. Die

---

<sup>535</sup> *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89 (98); *Volhard/Jang*, DB 2013, 273 (274).

<sup>536</sup> *Volhard/Jang*, DB 2013, 273 (274).

<sup>537</sup> *Meixner*, ZAP Fach 8, 489 (498).

<sup>538</sup> Die anwendbaren Vorschriften für den Vertrieb und den Erwerb richten sich für Publikums-AIF nach § 295 Abs. 4 KAGB, für Spezial-AIF nach § 295 Abs. 5 KAGB, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 278 f.

<sup>539</sup> Kapitalverwaltungsgesellschaften mit Sitz im Inland, vgl. § 1 Abs. 16 KAGB i.V.m. § 17 Abs. 1 S. 1 KAGB.

<sup>540</sup> Verwaltungsgesellschaften mit Sitz in der EU oder einem anderen Vertragsstaat des EWR, vgl. § 1 Abs. 17 KAGB.

<sup>541</sup> Verwaltungsgesellschaften mit Sitz in einem Drittstaat, vgl. § 1 Abs. 18 KAGB.

<sup>542</sup> *Loff/Klebeck*, BKR 2012, 353 (358). Leichte Besonderheiten gelten im Rahmen des Vertriebs von EU- und Drittstaaten-AIF bzw. sofern die Kapitalverwaltungsgesellschaft keine inländische ist; umfangreich zu den einzelnen Vertriebsvorschriften (auch zu EU- und Drittstaaten-AIF und EU- und Drittstaaten-AIFM und entsprechenden Übergangsvorschriften bis 2015) *Volhard/Jang*, DB 2013, 273 (275 ff.); auch *Ewers*, BaFin Journal 06/2013, 17 (19 f.).

<sup>543</sup> *Niewerth/Rybarz*, WM 2013, 1154 (1157).

<sup>544</sup> Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 21.04.2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates (MiFID-Richtlinie), ABI. L 145 v. 30.04.2004, S. 1 ff.

<sup>545</sup> Anhang II MiFID-RL, ABI. L 145 v. 30.04.2004, S. 46 ff.; *Röh*, AssCompact 04/2013, 135 (135).

<sup>546</sup> *Zetzsche*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 131 (133 Rn. 319 f.).

<sup>547</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 188.

Kategorie des semiprofessionellen Anlegers ist erst mit dem Regierungsentwurf als Reaktion auf entsprechende Kritik eingeführt worden<sup>548</sup>. Alle übrigen Investmentvermögen sind Publikumsinvestmentvermögen<sup>549</sup>. Diese richten sich vor allem an Privatanleger, die weder professionelle noch semiprofessionelle Anleger sind (§ 1 Abs. 19 Nr. 31 KAGB)<sup>550</sup>.

Ein Vertrieb von Investmentvermögen ist zunächst grundsätzlich nur noch zugelassenen Kapitalverwaltungsgesellschaften erlaubt<sup>551</sup>. Im Rahmen des Antrags auf Erlaubnis für eine AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft gemäß § 22 KAGB müssen bereits umfangreiche Informationen gegenüber der nationalen Aufsichtsbehörde erteilt werden: Hierzu zählen unter anderem Angaben zu den Geschäftsleitern der Verwaltungsgesellschaft, zur Organisationsstruktur und Vergütungspolitik, vor allem aber zu den AIF, die die Verwaltungsgesellschaft zu managen plant<sup>552</sup>. Unter bestimmten Voraussetzungen, abhängig von der Größe des verwalteten Vermögens, unterliegen Kapitalverwaltungsgesellschaften nur einer Registrierungspflicht und sind weitgehend von den Anforderungen des Kapitalanlagegesetzbuchs ausgenommen<sup>553</sup>.

Bezogen auf das Investmentvermögen selbst regelt das Kapitalanlagegesetzbuch, was für Anforderungen an die Satzung bzw. den Gesellschaftsvertrags zu stellen sind<sup>554</sup>. Zusätzlich zu diesen Vertragsdokumenten müssen – nun auch für geschlossene AIF – Anlagebedingungen, die das Verhältnis zwischen den Anlegern und dem Investmentvermögen betreffen, erstellt werden<sup>555</sup>. Diese unterliegen bei Publikums-AIF speziellen Anforderungen und müssen genehmigt werden, § 267 KAGB<sup>556</sup>.

Vor dem Vertriebsbeginn muss das Vertriebsvorhaben bei der BaFin angezeigt werden<sup>557</sup>. § 295 Abs. 1 bis 3 KAGB bestimmen, welches Anzeigeverfahren erfolgreich durchlaufen werden muss, damit ein Vertrieb zulässig ist<sup>558</sup>. Im Rahmen der Anzeige sind unter anderem die soeben genannten Unterlagen einzureichen (Gesellschaftsvertrag bzw. Satzung und Anlagebedingungen)<sup>559</sup>. Bei Publikums-AIF kommen die Einreichung eines Geschäftsplans, der Angaben zu dem angezeigten AIF enthält, sowie Anga-

---

<sup>548</sup> *Volhard/Jang*, 2013, 273 (274); *Niewerth/Rybarz*, WM 2013, 1154 (1157).

<sup>549</sup> § 1 Abs. 6 S. 2 KAGB.

<sup>550</sup> *Van Kann/Redeker/Keiluweit*, DStR 2013, 1483 (1485); *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89 (94).

<sup>551</sup> *Herring/Loff*, BB 2012, 2029 (2029); *Röh*, AssCompact 04/2013, 135 (135).

<sup>552</sup> *Wallach*, RdF 2013, 92 (94); *Hartrott/Goller*, BB 2013, 1603 (1606 f.).

<sup>553</sup> *Jesch/Alten*, RdF 2013, 191 (194); *Wallach*, RdF 2013, 92 (94).

<sup>554</sup> §§ 142, 150 KAGB; *Freitag*, NZG 2013, 329 (333).

<sup>555</sup> *Voigt/Busse*, BKR 2013, 184 (185).

<sup>556</sup> *Van Kann/Redeker/Keiluweit*, DStR 2013, 1483 (1484); vgl. *Wallach*, RdF 2013, 92 (95).

<sup>557</sup> *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89 (98); *Hartrott/Goller*, BB 2013, 1603 (1609 f.); *Wollenhaupt/Beck*, DB 2013, 1950 (1957).

<sup>558</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 278.

<sup>559</sup> *Volhard/Jang*, DB 2013, 273 (275); *Hartrott/Goller*, BB 2013, 1603 (1609).

ben zu den Verwahrstellen und die Einreichung des Verkaufsprospekts und der wesentlichen Anlegerinformationen der angezeigten AIF, § 316 Abs. 1 KAGB, hinzu<sup>560</sup>. Sind inländische Publikums-AIF zum Vertrieb nach § 316 KAGB angezeigt worden, dürfen sie auch an professionelle und semiprofessionelle Anleger vertrieben werden<sup>561</sup>. Hinsichtlich des Vertriebs von Spezial-AIF orientierte sich der deutsche Gesetzgeber vollumfänglich an den Vorschriften der AIFM-Richtlinie<sup>562</sup>. Für Spezial-AIF muss im Rahmen der Vertriebsanzeige gemäß § 321 KAGB kein Prospekt eingereicht werden<sup>563</sup>, da ein solcher ebenso wenig wie wesentliche Anlegerinformationen erstellt werden müssen<sup>564</sup>. Allerdings sind neben den sonstigen Unterlagen, die auch von Spezial-AIF eingereicht werden müssen, umfangreiche Informationen gemäß § 307 KAGB zu erteilen, dabei unter anderem Angaben zur Anlagestrategie, den Anlagebeschränkungen und Vermögenswerten der zu verwaltenden AIF<sup>565</sup>. Die BaFin prüft die eingereichten Unterlagen auf Vollständigkeit und teilt der Verwaltungsgesellschaft mit, ob mit dem Vertrieb begonnen werden kann<sup>566</sup>. Solange die Voraussetzungen der Vertriebsanzeige nicht erfüllt sind, ist ein Vertrieb unzulässig (§ 295 Abs. 1 bis 3 KAGB)<sup>567</sup>.

Bei einem Vertrieb geschlossener Publikums-AIF genügt es, anders als nach dem Vermögensanlagen-gesetz, nicht mehr, nur einen Verkaufsprospekt und ein Kurzinformationsblatt mit den wesentlichen Informationen der Anlage herauszugeben. Im Rahmen des Vertriebs von AIF an Kleinanleger sind diesen vor Vertragsschluss unter anderem die wesentlichen Anlegerinformationen und der Verkaufsprospekt zur Verfügung zu stellen, § 297 Abs. 2 KAGB<sup>568</sup>. Die Anlagebedingungen und die Satzung bzw. der Gesellschaftsvertrag und ggf. der Treuhandvertrag sind dem Prospekt beizufügen oder es ist in diesem ein Hinweis darüber, wo diese Unterlagen zu erhalten sind, aufzunehmen, § 297 Abs. 5 KAGB<sup>569</sup>. Sonderregelungen über die Aushändigung der Verkaufsunterlagen gelten z.B. für Feederfonds, § 297 Abs. 6

---

<sup>560</sup> *Hartrott/Goller*, BB 2013, 1603 (1609).

<sup>561</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 278.

<sup>562</sup> *Loff/Klebeck*, BKR 2012, 353 (358f.); RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 188.

<sup>563</sup> Für den Fall, dass der Spezial-AIF in der Rechtsform der Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital (§ 139 Alt. 1 KAGB) firmiert und dadurch eine Prospektpflicht nach dem Wertpapierprospektgesetz in Betracht kommt, scheidet eine solche bei Spezial-AIF aber regelmäßig wegen des Ausnahmetatbestands des § 3 Abs. 2 WpPG aus; so auch *Volhard/Jang*, DB 2013, 273 (275); zu den einzelnen Ausnahmetatbeständen des § 3 Abs. 2 WpPG *Zeising*, in: *Just/Voß/Ritz/Zeising*, WpPG, § 3 Rn. 28 ff.

<sup>564</sup> *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89 (94, 98); *Volhard/Jang*, DB 2013, 273 (275); *Weitzel/Herkströter*, in: *Beckmann/Scholtz/Vollmer*, Investment-HB, vor 405 Rn. 227, In/EL 9/12 – X.12.

<sup>565</sup> *Volhard/Jang*, DB 2013, 273 (275).

<sup>566</sup> § 316 Abs. 2, 3 KAGB sowie § 321 Abs. 2, 3 KAGB.

<sup>567</sup> *Röh*, AssCompact 04/2013, 135 (135); *Volhard/Jang*, DB 2013, 273 (274); *Ewers*, BaFin Journal 06/2013, 17 (18).

<sup>568</sup> *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89 (98); *Hartrott/Goller*, BB 2013, 1603 (1610).

<sup>569</sup> Vgl. *Röh*, AssCompact 04/2013, 135 (135).

KAGB<sup>570</sup>, und Dach-Hedgefonds, § 297 Abs. 7 KAGB<sup>571</sup>. Im Rahmen des Vertriebs von AIF an semi-professionelle und professionelle Anleger sind diesen ebenfalls umfangreiche Informationen und Verkaufsunterlagen vor Vertragsschluss zur Verfügung zu stellen<sup>572</sup>. Hierzu gehören z.B. eine Beschreibung der Anlagestrategie und der Ziele des AIF, eine Beschreibung der Vermögenswerte, in die der AIF investieren darf, etwaige Anlagebeschränkungen, das Bewertungsverfahren des AIF und der Kostenstrukturen, § 307 Abs. 1 KAGB<sup>573</sup>.

#### IV. Der Anwendungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuchs

§ 1 Abs. 1 S. 1 KAGB definiert den Begriff des Investmentvermögens und legt damit den Anwendungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuchs fest<sup>574</sup>: Ein Investmentvermögen ist hiernach jeder Organismus für gemeinsame Anlagen, der von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren und der kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors ist<sup>575</sup>. Die Einschränkung, dass operativ tätige Unternehmen außerhalb des Finanzsektors nicht erfasst werden, geht über die Definition der Richtlinie in Art. 4 Abs. 1 lit. a AIFM-RL hinaus<sup>576</sup>. Nach Art. 4 Abs. 1 lit. a AIFM-RL ist ein „AIF“ jeder Organismus für gemeinsame Anlagen einschließlich seiner Teilfonds, der (i) von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren, und (ii) keine Genehmigung gemäß Art. 5 der Richtlinie 2009/65/EG benötigt. Die Einschränkung wurde aus Gründen der Klarstellung aufgenommen, um die Gefahr zu bannen, dass auch produzierende und andere operativ tätige Unternehmen in den Anwendungsbereich des Gesetzes fallen könnten, die keine Fonds sind und deren Regulierung nicht mit der AIFM-Richtlinie bezweckt wurde<sup>577</sup>.

---

<sup>570</sup> Zu den sog. Master-Feeder-Strukturen, die im Jahre 2011 durch das Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW-IV-Umsatzgesetz – OGAW-IV-UmsG) v. 22.06.2011, BGBl. I (Nr. 30) v. 25.06.2011, S. 1126 ff., in das Investmentgesetz eingeführt wurden, *Reiter/Plumridge*, WM 2012, 343 (351 ff.).

<sup>571</sup> Auf Verlangen des Kaufinteressenten muss die Kapitalverwaltungsgesellschaft zusätzlich z.B. über die Anlagegrenzen des Risikomanagements des Investmentvermögens und die jüngsten Entwicklungen bei den Risiken und Renditen der wichtigsten Kategorien von Vermögensgegenständen des Investmentvermögens informieren, § 297 Abs. 10 KAGB.

<sup>572</sup> *Volhard/Jang*, DB 2013, 273 (275); *Bußalb/Unzicker*, BKR 2012, 309 (318 f.).

<sup>573</sup> *Hartrott/Goller*, BB 2013, 1603 (1610).

<sup>574</sup> BaFin, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des "Investmentvermögens" v. 14.06.2013, zuletzt geändert am 10.12.2014; *Bäumli*, FR 2013, 640 (641).

<sup>575</sup> Zu den einzelnen Merkmalen *Kloyer*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 97 (97 ff.) sowie *Schneider*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 79 (79 ff.).

<sup>576</sup> *Weiser/Hüwel*, BB 2013, 1091 (1091).

<sup>577</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 201.

Das Kapitalanlagegesetzbuch legt entsprechend den Vorgaben der AIFM-Richtlinie einen materiellen Begriff des Investmentvermögens zugrunde<sup>578</sup>, was dazu führt, dass die Nichteinhaltung der Regelungen des Kapitalanlagegesetzbuchs entsprechend ein unerlaubtes Investmentgeschäft darstellt<sup>579</sup>. Damit werden sowohl OGAW als auch AIF rechtsformunabhängig erfasst und auch unabhängig davon, ob sie offen oder geschlossen konzipiert sind<sup>580</sup>. Problematisch ist der weite und nicht hinreichend bestimmte Anwendungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuchs, der bisher zu erheblichen Unsicherheiten geführt hat<sup>581</sup>. Die größte praktische Relevanz hat dabei das Merkmal der Anlagestrategie<sup>582</sup>.

## 1. Anlagestrategie

In Bezug auf AIF, die als Black Blind Pools strukturiert sind, wirft der Anwendungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuchs bei der Frage der Anlagestrategie Fragen auf<sup>583</sup>. In extremen Fällen verzichten Blind Pools nicht nur in Ansätzen, sondern vollständig auf die Darlegung einer Konzeption (Black Blind Pools). Kapital wird eingeworben, ohne dass der potentielle Anleger darüber informiert wird, wozu sein Kapital später investiert werden wird. Dies kann so weit gehen, dass noch nicht einmal eine Festlegung auf bestimmte Assetklassen erfolgt und keine geografischen oder sonstigen Eingrenzungen vorgenommen werden. Eine im Ergebnis fehlende Konzeption kann auch bei einer zu breiten und vielfältigen, ggf. wahllosen Auflistung potentieller Investitionsvarianten vorliegen, die keine konkrete Konzeption erkennen lässt. In solchen Fällen stellt sich die Frage, ob das Kapitalanlagegesetzbuch überhaupt anwendbar ist. Im Vorfeld der Verabschiedung des Kapitalanlagegesetzbuchs ist bereits angemerkt worden, dass vollkommen unbestimmte Blind Pools mit einer nur geringen oder gar keiner Anlagestrategie so die Regulierung des Kapitalanlagegesetzbuchs umgehen könnten<sup>584</sup>.

---

<sup>578</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 188; *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89 (90); *Gänßler*, BaFin Journal 04/2013, 18 (19); *Niewerth/Rybarz*, WM 2013, 1154 (1156); *Burgard/Heimann*, WM 2014, 821 (822); *Klebeck/Kolbe*, BB 2014, 707 (707).

<sup>579</sup> *Schneider*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 79 (81 Rn. 184); *Hartrott/Goller*, BB 2013, 1603 (1603).

<sup>580</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 201; *Loff/Klebeck*, BKR 2012, 353 (357); *Mujan*, BB 2013, 1653 (1653).

<sup>581</sup> *Niewerth/Rybarz*, WM 2013, 1154 (1156, 1167); *Mujan*, BB 2013, 1653 (1654); vgl. *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89 (90); *Freitag*, NZG 2013, 329 (330); *Loritz/Rickmers*, NZG 2014, 1241 (1249).

<sup>582</sup> *Schneider*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 79 (89 Rn. 207).

<sup>583</sup> Die terminologischen Unsicherheiten werden auch ins neue Investmentsteuergesetz transportiert, da dieses an Begriffe aus dem Kapitalanlagegesetzbuch anknüpft, *Simonis/Grabbe/Faller*, DB 2014, 16 (17); vgl. *Carlé*, ErbStB 2014, 233 (234); *Jesch/Haug*, DStZ 2014, 345 (346 f.).

<sup>584</sup> VGF, Stellungnahme, BaFin-Konsultation 03/2013, Entwurf Anwendungsbereich des KAGB-E / Auslegung des Begriffs „Investmentvermögen“ v. 15.04.2013, S. 11; *Krause/Klebeck*, RdF 2013, 4 (9).

Der Begriff der „Anlagestrategie“ wird weder in der AIFM-Richtlinie noch im Kapitalanlagegesetzbuch definiert<sup>585</sup>. Es handelt es sich um einen unbestimmten Rechtsbegriff<sup>586</sup>. Die Schwierigkeit, eine eindeutige Definition zu finden, liegt an dem hohen Abstraktionsniveau, auf dem sich der Begriff der Anlagestrategie befindet<sup>587</sup>.

#### a) Gesetzesbegründung zum Kapitalanlagegesetzbuch

Nach der Gesetzesbegründung zum Entwurf des Kapitalanlagegesetzbuchs setzt das Vorliegen einer festgelegten Anlagestrategie voraus, dass die Kriterien, anhand derer das eingesammelte Kapital angelegt werden soll, in einem über den einer allgemeinen Geschäftsstrategie hinausgehenden Umfang schriftlich genau bestimmt sind<sup>588</sup>. Eine festgelegte Anlagestrategie unterscheidet sich damit von einer allgemeinen Geschäftsstrategie eines operativ tätigen Unternehmens dadurch, dass die Anlagekriterien genau bestimmt und die Handlungsspielräume des Fondsmanagers in den Anlagebedingungen, der Satzung oder im Gesellschaftsvertrag eingeschränkt seien<sup>589</sup>.

Im Rahmen der Beschlussempfehlung des Finanzausschusses ist die Problematik der Anlagestrategie bei Blind Pools angeschnitten worden<sup>590</sup>: Der Unterscheidung zwischen Unternehmens- und Anlagestrategie komme eine entscheidende Bedeutung im Rahmen des Anwendungsbereichs des Kapitalanlagegesetzbuchs zu. Die Auslegung habe entlang der von der European Securities and Markets Authority (ESMA)<sup>591</sup> zu erstellenden Leitlinien zu erfolgen. Das Merkmal der Anlagestrategie dürfe nicht zu weit ausgelegt werden und Unternehmen erfassen, auf die der Anwendungsbereich der AIFM-Richtlinie nicht abziele. Sie dürfe aber auch nicht so eng gefasst werden, dass Blind Pools durch ihre weite Beschreibung der Anlagestrategie eine Umgehungsstrategie des Anwendungsbereichs des Kapitalanlagegesetzbuchs vornehmen könnten.

---

<sup>585</sup> Bußalb/Unzicker, BKR 2012, 309 (311); Bäuml, FR 2013, 640 (643).

<sup>586</sup> Loritz/Uffmann, WM 2013, 2193 (2194); Haisch/Helios, BB 2013, 23 (24); Nastelski, GRUR 1968, 545 (545) (Begriffe, deren Inhalt und Umfang ungewiss sind).

<sup>587</sup> So auch zum – oft synonym verwendeten – Begriff der Anlagepolitik Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 3; vgl. Unzicker, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 7.

<sup>588</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 201.

<sup>589</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 201.

<sup>590</sup> Koalitionsfraktionen CDU/CSU und FDP, Beschlussempfehlung Finanzausschuss KAGB v. 10.05.2013, BT-Drs. 17/13395, S. 634.

<sup>591</sup> ESMA ist Teil der Europäischen Finanzaufsicht, die neben der EBA aus der Bankenaufsicht (EBA) sowie der Versicherungsaufsicht (EIOPA) besteht; zur Koordination und Überwachung der Aufsichtstätigkeiten der nationalen Behörden kann sie unter anderem Verwaltungsrichtlinien (Guidelines) erlassen, Zeppenfeld/Jacobs, jurisPR-HaGesR 12/2010 Anm. 2.

## **b) Auslegungsschreiben der BaFin zum Anwendungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuchs**

Die BaFin hat zum Anwendungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuchs und zum Begriff des Investmentvermögens ein Auslegungsschreiben veröffentlicht<sup>592</sup>. Hinsichtlich des Tatbestandsmerkmals der festgelegten Anlagestrategie orientiert sie sich hierin an den Auslegungskriterien, die von der ESMA in ihrem Schlussbericht betreffend Leitlinien zu Schlüsselbegriffen der AIFM-Richtlinie („Final Report Guidelines on key concepts of the AIFMD“<sup>593</sup>) aufgestellt worden sind<sup>594</sup>. Nach dem Final Report habe ein Organismus dann eine festgelegte Anlagestrategie, wenn er im Rahmen einer Strategie festlegt, wie das gemeinschaftliche Kapital verwaltet werden muss, damit es einen gemeinsamen Return für die Anleger generiert<sup>595</sup>.

Zu den Merkmalen, die einzeln oder kumulativ auf das Vorliegen einer Anlagestrategie hindeuten, gehören die Folgenden:

- „- die Strategie ist spätestens zu dem Zeitpunkt festgelegt, zu dem die Beteiligung des Anlegers bindend geworden ist;
- die Strategie ist in einem Dokument ausgeführt, das Teil der Anlagebedingungen oder der Satzung des Organismus ist oder auf das in den Anlagebedingungen oder der Satzung Bezug genommen wird;
- der Organismus hat eine rechtlich bindende und von den Anlegern durchsetzbare Verpflichtung, die Strategie den Anlegern gegenüber einzuhalten;
- die Strategie konkretisiert die Richtlinien, nach denen die Anlage zu erfolgen hat (z.B. Anlage in bestimmte Kategorien von Vermögensgegenständen, Beschränkungen bei der asset allocation, Verfolgung bestimmter Strategien, Anlage in bestimmte geographische Regionen, Beschränkungen des Leverage, bestimmte Haltefristen oder sonstige Risikodiversifikationsvorgaben)<sup>596</sup>.

---

<sup>592</sup> BaFin, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des „Investmentvermögens“ v. 14.06.2013, zuletzt geändert am 10.12.2014.

<sup>593</sup> ESMA/2013/600 v. 24.05.2013 bzw. in der deutschen Übersetzung „Leitlinien zu Schlüsselbegriffen der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMD)“, ESMA/2013/611 v. 13.08.2013.

<sup>594</sup> *Wollenhaupt/Beck*, DB 2013, 1950 (1951).

<sup>595</sup> BaFin, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des "Investmentvermögens" v. 14.06.2013, zuletzt geändert am 10.12.2014, I. 5.; ESMA/2013/600 v. 24.05.2013, S. 33: „An undertaking which has a policy about how the pooled capital in the undertaking is to be managed to generate a pooled return for the investors from whom it has been raised should be considered to have a defined investment policy in accordance with Article 4 (1)(a)(i) of the AIFMD“; ESMA/2013/611 v. 13.08.2013, S. 7.

<sup>596</sup> BaFin, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des "Investmentvermögens" v. 14.06.2013, zuletzt geändert am 10.12.2014, I. 5.

### c) Leitlinien zu Schlüsselbegriffen der AIFM-Richtlinie der ESMA

Die ESMA erlässt Empfehlungen und Leitlinien (Level-3-Maßnahmen)<sup>597</sup> zum Zwecke einer gleichwertigen Umsetzung der Rechtsvorschriften in der Union<sup>598</sup>. Diese haben mindestens faktische Bindungswirkung<sup>599</sup>. Abgesehen von den Ausführungen, die die BaFin in ihrem Auslegungsschreiben aufgenommen hat, geht die ESMA<sup>600</sup> in ihrem Final Report<sup>601</sup> bei den Richtlinien zur Anlagestrategie auch auf das Umgehungsrisiko ein, das z.B. bei Blind Pools entstehen kann: Die Investitionsentscheidungen vollumfänglich in das Ermessen der Fondsmanager zu stellen, dürfe nicht als Mittel zur Umgehung der Anwendung der AIFM-Richtlinie führen<sup>602</sup>. Maßgeblich seien allein die Tatbestandsmerkmale des Art. 4 Abs. 1 lit. a AIFM-RL, bei denen den nationalen Aufsichtsbehörden und Marktteilnehmern ein Ermessensspiel eingeräumt werde, unabhängig von den Kriterien, die die ESMA als Indikationen für das Vorliegen der Tatbestandsmerkmale aufstelle<sup>603</sup>. Spiegelbildlich solle das Vorliegen eines AIF nicht bejaht werden, sofern nicht alle Tatbestandsmerkmale des Art. 4 Abs. 1 lit. a AIFM-RL bejaht würden<sup>604</sup>. Als Beispiel wird angeführt, dass ein Unternehmen, das zwar von einer Anzahl von Anlegern Kapital sammelt, allerdings nicht, um es im Hinblick auf eine festgelegte Anlagestrategie zu investieren, nicht als AIF nach der AIFM-Richtlinie anzusehen sei<sup>605</sup>. Gleichzeitig bedeute es gerade nicht, dass kein AIF bejaht werden könne, nur weil die von der ESMA aufgestellten Kriterien nicht vorlägen<sup>606</sup>. Sofern die

---

<sup>597</sup> Die Leitlinien richten sich an die nationalen Aufsichtsbehörden und Marktteilnehmer und stellen abstrakt-generelle Vorgaben dar, *Loritz/Uffmann*, WM 2013, 2193 (2195); *Lehmann/Manger-Nestler*, EuZW 2010, 87 (90); allgemein zum Soft Law *Schwarze*, EuR 2011, 3.

<sup>598</sup> *Möllers/Harrer/Krüger*, WM 2011, 1537 (1542); *Möllers*, NZG 2010, 285 (285 f.).

<sup>599</sup> Wenn nicht – als sekundäre Rechtsquelle – gar abgeschwächt rechtliche Verbindlichkeit, so *Möllers/Harrer/Krüger*, WM 2011, 1537 (1543); *Möllers*, NZG 2010, 285 (286); bloßes Soft Law, *Loritz/Uffmann*, WM 2013, 2193 (2195).

<sup>600</sup> Zu Grundlagen und ersten Erfahrungen mit der Aufsichtstätigkeit der ESMA, *Walla*, BKR 2012, 265; *Baur/Boegl*, BKR 2011, 177 (181 ff.).

<sup>601</sup> Anders noch in den Vorgängerversionen im Consultation paper, ESMA/2012/845 v. 19.12.2012 und im Discussion paper, ESMA/2012/117 v. 23.02.2012.

<sup>602</sup> ESMA/2013/611 v. 13.08.2013, S. 8 bzw. ESMA/2013/600 v. 24.05.2013, S. 33: „22. Leaving full discretion to make investment decisions to the legal person managing an undertaking should not be used as a mean to circumvent the provisions of the AIFMD“; ESMA/2013/600 v. 24.05.2013, S. 20: “ESMA decided to add an anti-circumvention provision in order to avoid a situation in which leaving full discretion to make investment decisions to the manager of an undertaking might be used as a means to circumvent the provisions of the AIFMD”.

<sup>603</sup> ESMA/2013/600 v. 24.05.2013, S. 5: “...ESMA considered it important to clarify that competent authorities and market participants should consider an undertaking to be an ‘AIF’ if the presence of all the concepts in the definition under Article 4(1)(a) of the AIFMD is established based on the application of the Level 1 text alone...“; ESMA/2013/611 v. 13.08.2013, S. 5 bzw. ESMA/2013/600 v. 24.05.2013, S. 30: “For the avoidance of doubt, these guidelines illustrate and explain in more detail the characteristics likely to lead to an undertaking being considered an AIF, but they in no way alter the provisions of the AIFMD”.

<sup>604</sup> ESMA/2013/611 v. 13.08.2013, S. 4 bzw. ESMA/2013/600 v. 24.05.2013, S. 30: “...an entity should not be considered an AIF unless all the elements included in the definition of ‘AIFs’ under Article 4(1)(a) of the AIFMD are present.”

<sup>605</sup> ESMA/2013/611 v. 13.08.2013, S. 4 f. bzw. ESMA/2013/600 v. 24.05.2013, S. 30: “By way of example, undertakings which do raise capital from a number of investors, but do not do so with a view to investing it in accordance with a defined investment policy, should not be considered AIFs for the purposes of the AIFMD”.

<sup>606</sup> ESMA/2013/611 v. 13.08.2013, S. 5 bzw. ESMA/2013/600 v. 24.05.2013, S. 30: “Nevertheless, competent authorities and market participants should not consider that the absence of all or any one of the characteristics under each of the concepts in the definition of ‘AIF’ in Article 4(1)(a) of the AIFMD (i.e. ‘collective investment

Tatbestandsmerkmale auf andere Weise bejaht werden könnten – und hier wird den nationalen Aufsichtsbehörden und Marktteilnehmern ein maßgeblicher Ermessensspielraum eingeräumt – könne ebenso ein AIF angenommen werden<sup>607</sup>. Aufgrund der Mannigfaltigkeit von Fondskonstellationen sollen vor allem die individuellen Konzepte von Fonds angemessen berücksichtigt werden<sup>608</sup>.

Im Rahmen der Erarbeitung der Richtlinien zu den zentralen Begriffen der AIFM-Richtlinie sind eine Reihe an Vorschlägen zu der Definition der Anlagestrategie und der Abgrenzung zu einer allgemeinen Geschäftsstrategie übermittelt worden, die zum Teil weit auseinander lagen. Es wurde beispielsweise angemerkt, einer festgelegten Anlagestrategie sei ein gewisses Maß an Ermessen, das von den Fondsmanagern ausgeübt würde, immanent<sup>609</sup>. Andere Vorschläge gingen in die Richtung, dass eine festgelegte Anlagestrategie den Fonds vertraglich binde, dieser zu folgen, im Gegensatz zu einer allgemeinen Geschäftsstrategie, die von der Natur her flexibel sei<sup>610</sup>. Eine Anlagestrategie sei auch restriktiver ausgestaltet als das, was in Gesellschaftsverträgen bzw. Satzungen zu finden sei<sup>611</sup>. Sie sei spezifischer und bestimmter im Hinblick darauf, wie das Kapital der Anleger genutzt und investiert werden dürfe<sup>612</sup>. Bedenken wurde vor allem zu dem Spielraum, der den zuständigen Aufsichtsbehörden hinsichtlich der Bejahung der Anlagestrategie, auch wenn die von der ESMA erarbeiteten Kriterien nicht einschlägig seien, zustehen soll, geäußert<sup>613</sup>. Dies wurde mit dem Verweis auf die allein maßgeblichen Tatbestandsmerkmale des Art. 4 Abs. 1 lit. a AIFM-RL kommentiert<sup>614</sup>.

Im Rahmen der Ausfüllung der Tatbestandsmerkmale eines AIF musste die ESMA einerseits versuchen, Klarheit bezüglich des Anwendungsbereichs zu schaffen<sup>615</sup>. Andererseits musste sie aber auch vermei-

---

undertaking', 'raising capital', 'number of investors' and 'defined investment policy'), as set out in these guidelines, conclusively demonstrates that an undertaking does not fall under the relevant concept".

<sup>607</sup> ESMA/2013/611 v. 13.08.2013, S. 5 bzw. ESMA/2013/600 v. 24.05.2013, S. 30: "Competent authorities and market participants should consider an undertaking to be an 'AIF' if the presence of all the concepts in the definition under Article 4(1)(a) of the AIFMD is otherwise established".

<sup>608</sup> ESMA/2013/611 v. 13.08.2013, S. 4 bzw. ESMA/2013/600 v. 24.05.2013, S. 30: „Appropriate consideration should be given to the interaction between the individual concepts of the definition of an AIF...“.

<sup>609</sup> ESMA/2012/845 v. 19.12.2012, S. 38: "...a defined investment policy implies some discretion to be exercised by the AIFM rather than dictating exactly what is to be acquired and done so that there is no portfolio or risk management discretion left".

<sup>610</sup> ESMA/2012/845 v. 19.12.2012, S. 39: "...whereas a defined investment policy contractually binds a fund to follow the investment policy (as agreed with investors), a business strategy is flexible in nature".

<sup>611</sup> ESMA/2013/600 v. 24.05.2013, S. 19: "...investment policy should be more restrictive than what would usually be found in a normal company bylaw...".

<sup>612</sup> ESMA/2012/845 v. 19.12.2012, S. 39: "...a defined investment policy can be identified as being more specific and prescribed in relation to how investors' money can be used or invested than simply investing in the assets or working capital for the commercial objectives of the business".

<sup>613</sup> ESMA/2013/600 v. 24.05.2013, S. 20: "Some respondents voiced concerns regarding the discretion left to competent authorities and market participants to conclude that an investment policy exists even if the mentioned factors are absent."

<sup>614</sup> ESMA/2013/600 v. 24.05.2013, S. 20, 5.

<sup>615</sup> Stellungnahme der MSG (Securities and Markets Stakeholder Group), ESMA/2013/600 v. 24.05.2013, S. 27.

den, zu konkret zu werden. Es wurde versucht, einen gewissen Grad an Harmonisierung in der Anwendung der Begrifflichkeiten herbeizuführen, auch, um das Risiko einer (missbräuchlichen) Ausnutzung regulatorischer Unterschiede („regulatory arbitrage“<sup>616</sup>) gering zu halten<sup>617</sup>. Ziel war es damit, für eine möglichst einheitliche Anwendung bei der Begrifflichkeit des Investmentvermögens, erläuternde Richtlinien zu den einzelnen Tatbestandsmerkmalen aufzustellen.

#### d) Literatur

Die meisten Stimmen in der Literatur, die die Problematik des Anwendungsbereichs bei einer zu offen gewählten Strategie ansprechen, nehmen Bezug auf die oben genannten Abgrenzungskriterien<sup>618</sup>. Es sei höchst schwierig, den Wortlaut mit einem Konzept, das dem Fondsmanagement keinerlei Ermessenseinschränkungen vorgibt, in Einklang zu bringen<sup>619</sup>.

Vereinzelt wird aus diesem Grund angenommen, dass Blind Pools mit einer besonders vagen Beschreibung ihrer Tätigkeit nicht dem anlegerschützenden Kapitalanlagegesetzbuch unterfallen<sup>620</sup>. Bei Unanwendbarkeit des Kapitalanlagegesetzbooks solle die subsidiäre Auffangfunktion des Vermögensanlagegesetzes greifen<sup>621</sup>. Als Argument wird angeführt, dass der Wortlaut des § 1 Abs. 1 KAGB bindend und in vollem Umfang zu beachten sei<sup>622</sup>. Sofern der Fonds nicht mehr als seinen Unternehmensgegenstand und einen üblichen Businessplan festlege, liege keine Anlagestrategie vor, sodass i.E. kein Investmentvermögen bejaht werden könne. Diese Ansicht geht allerdings von einem zu eng gefassten, auf einzelne, als Indizien aufgeführte Merkmale begrenzten Begriff der Anlagestrategie aus. Richtigerweise ist die Anlagestrategie ein notwendiges Tatbestandsmerkmal.

Ansonsten besteht große Einigkeit, dass nach dem Sinn und Zweck des Kapitalanlagegesetzbooks Black Blind Pools ebenfalls unter das Kapitalanlagegesetzbuch fallen müssen<sup>623</sup>. Zu weit gefasste Strategien dürften nicht zur Umgehung der Regulierung nach dem Kapitalanlagegesetzbuch genutzt werden<sup>624</sup>. Begründungsversuche werden unternommen, indem sich der Schwerpunkt der Feststellung der Anlagestrategie nach Risikoklassen und Anlageperioden richten soll<sup>625</sup>. Vorgeschlagen wird auch, die

---

<sup>616</sup> „...regulatory arbitrage (e.g. an undertaking choosing to move its activities to a jurisdiction with a more flexible approach according to which it would not be considered an AIF/AIFM)...“, ESMA/2013/600 v. 24.05.2013, S. 25.

<sup>617</sup> ESMA/2013/600 v. 24.05.2013, S. 25 f., 30.

<sup>618</sup> *Tollmann*, in: Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann, AIFM-RL, Art. 2 Rn. 57 ff.; *Volhard/Jang*, in: Weitnauer/Boxberger/Anders, KAGB, § 1 KAGB Rn. 20.

<sup>619</sup> Vgl. *Zetzsche/Preiner*, WM 2013, 2101 (2106).

<sup>620</sup> *Krause/Klebeck*, RdF 2013, 4 (9); wohl auch *Jäger/Maas/Renz*, CCZ 2014, 63 (65 f.).

<sup>621</sup> *Jäger/Maas/Renz*, CCZ 2014, 63 (65 f.).

<sup>622</sup> *Krause/Klebeck*, RdF 2013, 4 (9).

<sup>623</sup> *Maas*, in: *Renz/Jäger/Maas*, Compliance für geschlossene Fonds, S. 103 (108 f.); vgl. *Kobabe*, in: *Möllers/Kloyer*, KAGB Tagungsband, S. 331 (362 Rn. 1059); auch *Kind/Haag*, DStR 2010, 1526 (1529).

<sup>624</sup> *Zetzsche*, in: *Zetzsche*, AIFMD, S. 39 (49); vgl. *Jäger/Maas/Renz*, CCZ 2014, 63 (66); kritisch im Hinblick auf das Argument des Umgehungsschutzes, mit dem sich im Rahmen der nicht vollumfänglich passenden Definitionsversuche der Anlagestrategie beholfen wird, insbesondere im Hinblick auf strafrechtliche Sanktionen sowie die Untersagungsbefugnis der BaFin, *Zetzsche/Preiner*, WM 2013, 2101 (2106, 2110).

<sup>625</sup> *Merkt*, BB 2013, 1986 (1990 f.); *Jesch/Klebeck/Bragrock*, in: *Jesch/Klebeck/Dobrauz-Saldapenna*, Investmentrecht, S. 36 Rn. 142.

Anlage gemäß Anlagestrategie nur als Verstärkung der Abgrenzung zwischen Anlage und Unternehmen zu verstehen und die Begründungsschwierigkeiten so zu umgehen<sup>626</sup>. Zumeist wird aber versucht, die Strategie derartiger Konstruktionen darin zu verstehen, dass gerade keine Ermessenseingrenzungen des Fondsmanagements vorgenommen werden<sup>627</sup>.

#### e) **Stellungnahme**

Das Ergebnis ist recht eindeutig und es besteht weitgehende Einigkeit: Black Blind Pools sollen dem Kapitalanlagegesetzbuch unterliegen. Fraglich ist, wie dieses Ergebnis begründet werden kann. Jedenfalls das in der Gesetzesbegründung aufgestellte Kriterium, dass bei einer festgelegten Anlagestrategie die Handlungsspielräume des Fondsmanagements eingeschränkt seien,<sup>628</sup> ist deutlich nicht in Einklang zu bringen mit der Konzeptionierung von Black Blind Pools. Trotzdem kann die Gesetzesbegründung allein genommen nicht maßgebend sein: Als taugliches Abgrenzungskriterium ist der Grad des Ermessenspielraums bereits von begrenzter Aussagekraft, da nach dem Kapitalanlagegesetzbuch grundsätzlich allen Fondsmanagern ein gewisses Maß an Ermessen zusteht. Die Beschränkung der Definition geht vor allem aber nicht aus dem Gesetzeswortlaut hervor. Sie ist aufgenommen worden, um eine Vielzahl von Unternehmen, die lediglich eine Unternehmensstrategie verfolgen, aus dem Anwendungsbereich herauszunehmen, weil ansonsten der Anwendungsbereich für Unternehmen, auf die der Regelungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuchs gar nicht abzielt, eröffnet wäre<sup>629</sup>. Hintergrund dieser Einschränkung war also das Risiko einer ausufernden, nicht zweckmäßigen Eröffnung des Anwendungsbereichs des Kapitalanlagegesetzbuchs. Dass die Formulierung in der Gesetzesbegründung hinsichtlich einzelner Voraussetzungen, die für die Bejahung einer Anlagestrategie erforderlich sein sollen, sich nicht nur zielführend darstellt, wurde schnell offensichtlich<sup>630</sup>: In der Beschlussempfehlung des Finanzausschusses ist nach seiner federführenden Beratung, nachdem der Gesetzesentwurf<sup>631</sup> an ihn überwiesen wurde, eine Klarstellung vorgenommen worden: Der Anwendungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuchs soll gerade nicht so eng gefasst werden, dass Blind Pools aufgrund ihrer weit gefassten Strategie den Anwendungsbereich umgehen können und so nicht unter das Kapitalanlagegesetzbuch fallen<sup>632</sup>. Die Einschränkung des Tatbestandsmerkmals der festgelegten Anlagestrategie im Rahmen der Begründung des Kapitalanlagegesetzbuchs<sup>633</sup> brachte somit nur ausschnittsweise den Willen des Gesetzgebers zum Ausdruck. Eine Eingrenzung des Tatbestandsmerkmals der Anlagestrategie muss

---

<sup>626</sup> *Zetzsche/Preiner*, WM 2013, 2101 (2106).

<sup>627</sup> *Maas*, in: *Renz/Jäger/Maas*, Compliance für geschlossene Fonds, S. 103 (108 f.); *Zetzsche*, in: *Zetzsche*, AIFMD, S. 39 (49).

<sup>628</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 201; so auch *Bäumli*, FR 2013, 640 (643).

<sup>629</sup> Beschlussempfehlung Finanzausschuss KAGB, BT-Drs. 17/13395 v. 10.05.2013, S. 634.

<sup>630</sup> Im Rahmen der Stellungnahmen zum Gesetzesentwurf wurde unter anderem genau die Problematik, die bei Blind Pools entstehen kann, angesprochen, VGF, Stellungnahme, BaFin-Konsultation 03/2013, Entwurf Anwendungsbereich des KAGB-E / Auslegung des Begriffs „Investmentvermögen“ v. 15.04.2013, S. 11.

<sup>631</sup> I.d.F. des RegEntw. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013.

<sup>632</sup> Beschlussempfehlung Finanzausschuss KAGB, BT-Drs. 17/13395 v. 10.05.2013, S. 634.

<sup>633</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013.

in Zusammenhang auch mit den Äußerungen des Finanzausschusses gesehen werden: Die Voraussetzung, die im Rahmen der Gesetzesbegründung für das Vorliegen einer Anlagestrategie aufgestellt wird, kann daher nur so gelesen werden, dass die Einschränkung (genaue Bestimmung der Investitionskriterien) *grundsätzlich* gelten soll (an Stellen, an denen es auch angemessen erscheint), Ausnahmen aber für die Fälle gemacht werden, in denen eine Anwendung des Kapitalanlagegesetzbuchs offensichtlich bezweckt war und eine Anwendung der genannten Voraussetzung keinen Sinn macht. Nicht dem Sinn entsprechend wäre es, vor dem Hintergrund der weiteren Eindämmung des Grauen Kapitalmarkts<sup>634</sup> Anlagevehikel, die gerade Regelungsadressat des Kapitalanlagegesetzbuchs sein sollen und besonders risikobehaftete Strukturen aufweisen, außen vor zu lassen<sup>635</sup>. Dass dies für Black Blind Pools der Fall sein sollte, zeigt sich daran, dass es einer im Kapitalanlagegesetzbuch vorgenommenen Produktregulierung von Black Blind Pools<sup>636</sup> nicht bedurft hätte, wenn diese gar nicht in den Anwendungsbereich hätten fallen sollen.

Der gleiche Gedanke kommt auch ausdrücklich im Hinblick auf die Richtlinien der ESMA zu den Kernbegriffen des Anwendungsbereichs der AIFM-Richtlinie zum Ausdruck. Diese Leitlinien seien „selbstverständlich“ bei der Auslegung des Merkmals der Anlagestrategie im Kapitalanlagegesetzbuch anzuwenden<sup>637</sup>. Weil der Anwendungsbereich einer festgelegten Anlagestrategie sehr weit ist, hat auch die ESMA in ihrem Final Report eine Anti-Umgehungsklausel aufgenommen: Durch einen Zuspruch an umfassendem Ermessen bei der Investitionsentscheidung an den Fondsmanager könnten die Regelungen der AIFM-Richtlinie nicht umgangen werden<sup>638</sup>. Zu beachten ist vor allem, dass die Kriterien, die von der ESMA zur Bestimmung der Tatbestandsmerkmale in einem umfassenden Anhörungsprozess erarbeitet worden sind, nur indikativ sind<sup>639</sup>. Ein AIF kann eben auch dann angenommen werden, wenn andere Kriterien auf die Tatbestandsmerkmale hindeuten. Mit der gleichen Wertigkeit sind diese Kriterien auch in das Auslegungsschreiben der BaFin aufgenommen worden. Auch hier heißt es, dass diese Merkmale auf das Vorliegen einer Anlagestrategie nur „hindeuten“<sup>640</sup>. Liegen zwar diese Merkmale nicht

---

<sup>634</sup> Beschlussempfehlung Finanzausschuss KAGB, BT-Drs. 17/13395 v. 10.05.2013, S. 633.

<sup>635</sup> Zurückhaltend im Hinblick auf eine teleologische Auslegung, wenn der Zweck des Gesetzes insgesamt nur begrenzt erreicht werden kann, auch wenn der Sinn und Zweck bei der Auslegung des Anwendungsbereichs gleichwohl nicht außer Acht gelassen werden darf, *Loritz/Uffmann*, WM 2013, 2193 (2196).

<sup>636</sup> Siehe unten 4. Teil BI2b).

<sup>637</sup> Beschlussempfehlung Finanzausschuss KAGB, BT-Drs. 17/13395 v. 10.05.2013, S. 634.

<sup>638</sup> ESMA/2013/600 v. 24.05.2013, S. 33: „Leaving full discretion to make investment decisions to the legal person managing an undertaking should not be used as a mean to circumvent the provisions of the AIFMD“; ESMA/2013/600 v. 24.05.2013, S. 20: „...ESMA decided to add an anti-circumvention provision in order to avoid a situation in which leaving full discretion to make investment decisions to the manager of an undertaking might be used as a means to circumvent the provisions of the AIFMD“.

<sup>639</sup> ESMA/2013/600 v. 24.05.2013, S. 33: „...tend to indicate the existence of such a policy...“.

<sup>640</sup> BaFin, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des "Investmentvermögens" v. 14.06.2013, zuletzt geändert am 10.12.2014, I. 5.

vor, kann dennoch eine Anlagestrategie vorliegen<sup>641</sup>. Hier wird den nationalen Aufsichtsbehörden und Marktteilnehmern ein erheblicher Ermessensspielraum eingeräumt<sup>642</sup>.

Vernünftigerweise verfügt bereits jedes Wirtschaftssubjekt, das Investitionen tätigt, über eine Anlagestrategie<sup>643</sup>, die die geplanten Maßnahmen und Verhaltensweisen zur Gestaltung und Erreichung der Ziele des Unternehmens umschreiben. Bei Black Blind Pools ist das Vorgehen zur Erreichung der Ziele nur derart ausgestaltet, dass sämtliche Maßnahmen in das Ermessen des Managements gestellt werden<sup>644</sup> und eben vorab keine einschränkenden Investitionskriterien vorgegeben werden. Die Anlagestrategie von Black Blind Pools ist also, dass eine Festlegung der Assets erst nach der Beteiligung von Anlegern erfolgt und dann das Fondsmanagement keinerlei Einschränkungen bei der Auswahl der Investitionsobjekte unterliegt<sup>645</sup>. Trotz aller gebotener Vorsicht mit gesetzesüberschreitenden Interpretationen in Fällen der Eingriffsverwaltung wird der Wortlaut der Anlagestrategie bei einer derartigen Ausfüllung noch nicht in unvertretbarem Maße strapaziert<sup>646</sup>. Zwar ist mit dieser Auslegung nicht einfach in Einklang zu bringen, dass zu einer Anlagestrategie gehört, dass das Ermessen des Fondsmanagements eingeschränkt ist. Allerdings greift hier genau der Fall, den sowohl die ESMA als auch die BaFin bei der Öffnung ihrer Kriterien zur Bestimmung der Anlagestrategie vor Augen hatten: Eine Anlagestrategie kann eben auch angenommen werden, wenn andere oder keine der genannten (indikativen) Kriterien vorliegen. Hieran sollten keine hohen Anforderungen gestellt werden.

Der Aspekt der Umgehung muss besondere Bedeutung beigemessen werden. Die Abkehr vom formellen hin zum materiellen Investmentfonds begriff erfolgte gerade, um möglichst viele Sachverhalte zu erfassen und eine umfassende Regulierung vorzunehmen<sup>647</sup>. Geschlossene Black Blind Pool-Fonds nicht dem Kapitalanlagegesetzbuch zu unterwerfen würde bedeuten, dass sie keinerlei Regulierung unterfielen. Denn das Vermögensanlagegesetz, als zum Wertpapierprospektgesetz und zum Kapitalanlagegesetzbuch subsidiäres Gesetz<sup>648</sup>, ist ausdrücklich gerade nicht mehr auf geschlossene Fonds

---

<sup>641</sup> Dies verkennen *Krause/Klebeck*, RdF 2013, 4 (9), die das Vorliegen einer Anlagestrategie nur daran knüpfen, dass die Planung des Vehikels über die Festlegung eines Unternehmensgegenstands sowie eines üblichen Businessplans hinausgeht.

<sup>642</sup> Vgl. auch Beschlussempfehlung Finanzausschuss KAGB, BT-Drs. 17/13395 v.10.05.2013, S. 634.

<sup>643</sup> *Krause/Klebeck*, RdF 2013, 4 (9).

<sup>644</sup> Vgl. *Strohm*, in: Assmann/Schütze, HB Kapitalanlagerecht, 8. Kap., § 21 Rn. 209, S. 1187.

<sup>645</sup> So auch *Zetzsche*, in: *Zetzsche*, AIFMD, S. 39 (49); *Maas*, in: *Renz/Jäger/Maas*, Compliance für geschlossene Fonds, S. 103 (109).

<sup>646</sup> Problematisch bleiben allerdings die von *Zetzsche/Preiner*, WM 2013, 2101 (2106, 2110) angemerktten Aspekte, dass ein derartiger Einschluss von Blind Pools in den Anwendungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuchs aufgrund extensiver Auslegung des Tatbestandes und Hinzuziehung politischer Ziele kritisch im Hinblick auf straf- und öffentlich-rechtliche Prinzipien anzusehen ist; vgl. auch *Loritz/Uffmann*, WM 2013, 2193 (2196).

<sup>647</sup> *Schneider*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 79 (80 Rn. 183).

<sup>648</sup> *Jäger/Maas/Renz*, CCZ 2014, 63 (65).

anwendbar<sup>649</sup>. Geschlossene Fonds wurden aus dem Anwendungsbereich des Vermögensanlagegesetzes herausgenommen und in das Kapitalanlagegesetzbuch integriert<sup>650</sup>. Das könnte dann aber zu der Situation führen, dass Black Blind Pools nicht nur nicht unter das Kapitalanlagegesetzbuch fallen würde, sondern auch nicht mehr über das Vermögensanlagegesetz reguliert würde. Eine sehr risikobehaftete Anlage, deren potentielle Anleger gerade des Schutzes des Kapitalanlagegesetzbuchs bedürfen, würde dann keinerlei Regulierung erfahren.

Selbst wenn man über § 1 Abs. 2 Nr. 1 oder Nr. 2 VermAnlG eine grundsätzliche Anwendbarkeit des Vermögensanlagegesetzes annehmen würde<sup>651</sup>, würde es ebenfalls zu der absurden Situation kommen, dass AIF, deren Fondsmanager keinerlei Ermessenseinschränkung unterliegen würden, weit weniger reguliert wären, als AIF, bei denen konkrete Handlungsvorgaben für das Management feststehen. Denn das Vermögensanlagegesetz sieht nur eine Vertriebs-, jedoch keine Produkt- oder Verwalterregulierung vor. Dies steht nicht in Einklang mit der Neustrukturierung des geschlossenen Fondssegments und dem Ziel des Gesetzgebungsverfahrens, insbesondere geschlossene Fonds aus dem Grauen Kapitalmarkt herauszulösen und verstärkt zu regulieren<sup>652</sup>. Insofern müssen die einzelnen Tatbestandsmerkmale, die den Anwendungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuchs eröffnen, immer vor dem Hintergrund des Telos der Regulierung ausgefüllt werden.

Im Rahmen des Anwendungsbereichs ist grundsätzlich eine offenere und flexiblere tatbestandliche Ausfüllung zweckdienlich<sup>653</sup>. Was den Begriff der Anlagestrategie angeht, der im Rahmen des Kapitalanlagegesetzbuchs an diversen Stellen relevant wird,<sup>654</sup> ist eine abgestufte Differenzierung hilfreich. Denn der Begriff der Anlagestrategie wird – neben dem Anwendungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuchs – noch an diversen weiteren Stellen verwandt (die Anlagestrategie als zentrales Steuerungselement des Kapitalanlagegesetzbuchs<sup>655</sup>), bei denen sowohl hinsichtlich des erforderlichen Informationsgehalts als auch des Empfängerkreises durchaus Unterschiede in der Zielrichtung der Informationserteilung

---

<sup>649</sup> Möllers, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 247 (247 Rn. 630); *Mujan*, BB 2013, 1653 (1653); § 1 Abs. 2 Nr. 3 VermAnlG a.F., der geschlossene Fonds unter den Anwendungsbereich des Vermögensanlagegesetzes stellte, wurde gestrichen, „... da Anteile an geschlossenen Fonds künftig unter den Anwendungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuchs und somit nicht mehr unter das Vermögensanlagegesetz fallen.“, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 310. Dies ist zwar gesetzlich nicht ganz sauber umgesetzt worden, da herkömmliche geschlossene Fonds durchaus immer noch unter § 1 Abs. 2 Nr. 1 oder Nr. 2 VermAnlG gefasst werden könnten, wie in der Vergangenheit vor Geltung des Kapitalanlagegesetzbuchs geschehen (*Zwissler*, in: Habersack/Mülber/Schlitt, HB Kapitalmarktinformation, § 8 Rn. 15 ff.). Allerdings ist der gesetzgeberische Wille, dass geschlossene Fonds ausschließlich dem Kapitalanlagegesetzbuch unterfallen sollen, eindeutig.

<sup>650</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 191.

<sup>651</sup> Vor Geltung des Kapitalanlagegesetzbuchs wurden geschlossene Fonds unter diese Tatbestände subsumiert, *Zwissler*, in: Habersack/Mülber/Schlitt, HB Kapitalmarktinformation, § 8 Rn. 15 ff.; *Henrichs*, in: Schwark/Zimmer, KMR, § 8f VerkProspG Rn. 4 ff.

<sup>652</sup> Beschlussempfehlung Finanzausschuss KAGB, BT-Drs. 17/13395 v. 10.05.2013, S. 633; vgl. *Mujan*, BB 2013, 1653 (1654).

<sup>653</sup> Rechtsschutz in Form der Normauslegung und –Kontrolle der Rechtsanwendung ist durch die Möglichkeit gerichtlicher Überprüfung gewährleistet (Art. 19 Abs. 4 GG).

<sup>654</sup> *Loritz/Uffmann*, WM 2013, 2193 (2199) werfen die Frage auf, warum die Anlagestrategie methodisch bereits zu einem zwingenden Begriffsmerkmal eines Investmentvermögens gemacht worden ist und nicht bloß im Rahmen der Voraussetzungen für AIFM thematisiert wird.

<sup>655</sup> *Loritz/Uffmann*, WM 2013, 2193 (2199).

bestehen<sup>656</sup>. Die folgende Abstufung dürfte weniger Probleme bei der auf den jeweiligen Zweck der Angabe ausgerichteten Ausfüllung des gleichen Begriffs bereiten:

Hinsichtlich des Anwendungsbereichs des Kapitalanlagegesetzbuchs kann man vertreten, dass es um das *OB* einer Anlagestrategie geht. Die Frage, die hier gestellt wird, ist, ob überhaupt irgendeine Strategie oder Konzeptionierung vorliegt, unabhängig von der konkreten Ausgestaltung. Dies kann je nach Investmentvermögen in der Regel gut beantwortet werden. Beim Maßstab zur Beurteilung des Vorliegens einer Anlagestrategie könnte hier ein geringerer Grad an Konkretisierung ausreichen.

Wenn es dann an weiteren Stellen im Kapitalanlagegesetzbuch um die Beschreibung der Anlagestrategie, also um den Inhaltskern geht, sei es gegenüber den Aufsichtsbehörden oder zur Produktinformation gegenüber Anlegern, muss die genaue Ausgestaltung näher betrachtet werden. Bei dieser muss – in Abhängigkeit von der Zweckrichtung der Informationserteilung – ein erhöhtes Maß an Konkretisierung gefordert werden. Hierbei gewinnen die oben angesprochenen Kriterien in höherem Maße an Bedeutung. Wenn es nicht mehr um den Anwendungsbereich, sondern um beispielsweise Informationen über einen bestimmten AIF gegenüber den Anlegern geht, geht es um die konkrete Darlegung der Strategie, also das *WIE* der Ausgestaltung des Investmentvermögens.

## 2. Operativ tätiges Unternehmen

Abgrenzungsschwierigkeiten können auch bei dem negativen Tatbestandsmerkmal des § 1 Abs. 1 S. 1 KAGB, nach dem es sich bei dem Unternehmen um „kein operativ tätiges Unternehmen außerhalb des Finanzsektors“ handeln darf, entstehen<sup>657</sup>. Die Einschränkung wurde in § 1 Abs. 1 S. 1 KAGB durch den nationalen Gesetzgeber aus Gründen der Klarstellung aufgenommen, um die Gefahr zu bannen, dass auch produzierende und andere operativ tätige Unternehmen in den Anwendungsbereich des Gesetzes fallen könnten, die keine Fonds sind und deren Regulierung nicht mit der AIFM-Richtlinie bezweckt wurde<sup>658</sup>. In der AIFM-Richtlinie ist dieses Tatbestandsmerkmal nur angelegt<sup>659</sup>, nicht explizit genannt<sup>660</sup>.

---

<sup>656</sup> So muss die Anlagestrategie der zu verwaltenden Fonds z.B. gegenüber der BaFin im Rahmen des Erlaubnisverfahrens der Kapitalverwaltungsgesellschaft (§ 22 Abs. 1 Nr. 10 KAGB) und gegenüber potentiellen Anlegern (privat und institutionell) im Rahmen vertriebsbezogener Informationen erläutert werden (z.B. § 269 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 165 Abs. 2 Nr. 2 KAGB, § 307 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KAGB).

<sup>657</sup> *Krause/Klebeck*, RdF 2013, 4 (9); *Hartrott/Goller*, BB 2013, 1603 (1604); *Jesch/Klebeck/Bragrock*, in: *Jesch/Klebeck/Dobrauz-Saldapenna*, Investmentrecht, S. 37 f. Rn. 145 ff.; *Poelzig/Volmer*, DNotZ 2014, 483 (486).

<sup>658</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 201; *Schneider*, in: *Möllers/Kloyer*, KAGB Tagungsband, S. 79 (92 Rn. 216).

<sup>659</sup> Z.B. „Verwaltung von AIF als regelmäßige Geschäftstätigkeit“, Erwägungsgrund Nr. 6 AIFM-RL, Abl. L 174 v. 01.07.2011, S. 2; das Unternehmen dürfe keinen „general commercial or industrial purpose“ verfolgen, ESMA/2013/600 v. 24.05.2013, S. 31 und erläuternd S. 17.

<sup>660</sup> *Krause/Klebeck*, RdF 2013, 4 (9).

Die BaFin führt entsprechend den Leitlinien der ESMA zum „allgemein-kommerziellen-industriellen Zweck“<sup>661</sup> aus, dass insbesondere solche Unternehmen als operativ tätig anzusehen sind, die Immobilien entwickeln oder errichten, Güter und Handelswaren produzieren, kaufen, verkaufen, tauschen oder sonstige Dienstleistungen außerhalb des Finanzsektors anbieten<sup>662</sup>. Beispielhaft werden als operativ tätige Unternehmen solche aufgeführt, die Immobilien betreiben oder die die gesamte Projektentwicklung (Konzeption, Ankauf, Entwicklung der Immobilie und anschließender Verkauf der selbst entwickelten Immobilie) vornehmen. Keine operative Tätigkeit stelle hingegen der Erwerb, die Vermietung, die Verpachtung, die Verwaltung und der Verkauf von Immobilien dar. Werden neben der operativen Tätigkeit auch Investitionen zu Anlagezwecken getätigt, ist auf den Bereich abzustellen, der die Haupttätigkeit darstellt<sup>663</sup>.

Nicht nur im Bereich der Immobilienfonds, oftmals auch bei Private Equity- und Venture Capital-Fonds werden die Zielobjekte vor der Veräußerung weiterentwickelt<sup>664</sup>, was schwierige Abgrenzungsfragen aufwirft<sup>665</sup>. Nach der Definition des Investmentvermögens würden derartige Tätigkeiten dazu führen, dass diese Fonds nicht vom Anwendungsbereich erfasst würden, obwohl gerade für Private Equity-Fonds besondere Regelungen im Kapitalanlagegesetzbuch enthalten sind (z.B. §§ 287 ff. KAGB<sup>666,667</sup>) und für Venture-Capital-Fonds die speziell zur AIFM-Richtlinie wirkende Risikokapitalverordnung erlassen wurde.

Hier gilt wie soeben hinsichtlich der Anlagestrategie ausgeführt, dass dem Umgehungsaspekt eine besondere Bedeutung beigemessen werden muss. Derartige Fonds nicht dem Kapitalanlagegesetzbuch zu unterwerfen würde bedeuten, dass sie keiner angemessenen Regulierung unterfielen, da das Vermögensanlagegesetz, als zum Wertpapierprospektgesetz und zum Kapitalanlagegesetzbuch subsidiäres Gesetz<sup>668</sup>, gerade nicht mehr auf geschlossene Fonds anwendbar ist<sup>669</sup>, sondern vollumfänglich in

---

<sup>661</sup> ESMA/2013/611 v. 13.08.2013, S. 3 bzw. ESMA/2013/600 v. 24.05.2013, S. 29 („general commercial or industrial purpose“).

<sup>662</sup> BaFin, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des "Investmentvermögens" v. 14.06.2013, zuletzt geändert am 10.12.2014, I. 7; *Bäumli*, FR 2013, 640 (643).

<sup>663</sup> BaFin, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des "Investmentvermögens" v. 14.06.2013, zuletzt geändert am 10.12.2014, I. 7.

<sup>664</sup> *Krause/Klebeck*, RdF 2013, 4 (10); *Schneider*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 79 (93 Rn. 219).

<sup>665</sup> Versuche systematischer Abgrenzungen *Kloyer*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 97 (108 f. Rn. 257 ff.); *Schneider*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 79 (92 ff. Rn. 216 ff.).

<sup>666</sup> Basierend auf Art. 26 ff. AIFM-RL, hierzu *Kramer/Recknagel*, DB 2011, 2077 (2083); *Klebeck*, DStR 2009, 2154 (2159); *Weitnauer*, AG 2013, 672 (673 ff.).

<sup>667</sup> *Schröder/Rahn*, GWR 2014, 49; zum Anteils- und Kontrollerwerb an Zielgesellschaften (noch zum Diskussionsentwurf des BMF v. 20.07.2012, dort noch geregelt in §§ 256 ff. KAGB) *Zetzsche*, NZG 2012, 1164; *Herring/Loff*, DB 2012, 2029 (2035).

<sup>668</sup> Vgl. *Jäger/Maas/Renz*, CCZ 2014, 63 (65).

<sup>669</sup> *Mujan*, BB 2013, 1653 (1653); § 1 Abs. 2 Nr. 3 VermAnlG a.F., der geschlossene Fonds unter den Anwendungsbereich des Vermögensanlagegesetzes stellte, wurde gestrichen, „...da Anteile an geschlossenen Fonds künftig unter den Anwendungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuchs und somit nicht mehr unter das Vermögensanlagegesetz fallen.“, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 310.

das Kapitalanlagegesetzbuch integriert wurden<sup>670</sup>. Das könnte dann aber zu der Situation führen, dass ein Blind Pool-Fonds, bei dem nicht feststeht, in welche konkreten Anlageobjekte er investieren wird, der sich jedoch bereits auf die Assetklasse Immobilien oder Unternehmen festgelegt hat und im Rahmen dieser Investition die entsprechenden Anlageobjekte weiterentwickeln möchte, nicht nur nicht unter das Kapitalanlagegesetzbuch fallen, sondern auch nicht mehr über das Vermögensanlagengesetz reguliert würde. Gleiches würde für Film- oder Spielfonds gelten, bei denen es gerade um die Herstellung des zu verwertenden Anlageobjektes geht<sup>671</sup>. Eine sehr risikobehaftete Anlage, deren potentielle Anleger gerade des Schutzes des Kapitalanlagegesetzbuchs bedürfen, würde dann keinerlei Regulierung erfahren. Dies widerspricht dem Ziel des Gesetzgebers, insbesondere geschlossene Fonds aus dem Grauen Kapitalmarkt herauszulösen und zu regulieren<sup>672</sup>. Im Rahmen einer Gesamtwürdigung ist daher zu entscheiden, ob entsprechende AIF unter den Anwendungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuches fallen<sup>673</sup>.

### 3. Ergebnis

Es mag zunächst unbefriedigend sein, bei der tatbestandlichen Ausfüllung nicht umfassend konkrete Definitionen nutzen zu können. Aufgrund der Einführung des materiellen Fondsbegriffs scheiden einfache formelle Abgrenzungskriterien aus, sodass die Grenzziehung im Einzelfall schwierig bleiben wird<sup>674</sup>. Wie die Praxis mit den Abgrenzungsschwierigkeiten umgehen und welche Kasuistik sie entwickeln wird, bleibt abzuwarten.

Im Rahmen der Ausfüllung der Tatbestandsmerkmale ist eine am Zweck der Regulierung durch das Kapitalanlagegesetzbuch ausgerichtete Wertung durchzuführen. Die im Kapitalanlagegesetzbuch vorgesehenen erhöhten Schutzmechanismen können ihre Wirkung nur entfalten, wenn die Regelungen überhaupt Anwendung finden. Als Indiz für eine Annahme der Anwendung des Kapitalanlagegesetzbuchs kann die positive Beantwortung der Frage, ob der Fonds vor Inkrafttreten des Kapitalanlagegesetzbuchs bereits nach dem Investment- oder Vermögensanlagengesetz reguliert gewesen wäre, dienen. Denn gewiss sollte die Fondsbranche durch das Kapitalanlagegesetzbuch keine Lockerung erfahren, sondern die Regulierung erhöht verstärkt werden.

Der Gesetzgeber ist sich des Umstandes, dass die Situation zum Anwendungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuchs noch „suboptimal“ ist, bewusst<sup>675</sup>. Daher erfolgte bereits im Gesetzgebungsverfahren

---

<sup>670</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 191.

<sup>671</sup> Zur Strukturierung dieser Anlagentypen *Lüdicke*, in: *Lüdicke/Arndt*, *Geschlossene Fonds*, 4. Aufl., B. II., S. 186 ff.; zur Herstellereigenschaft von Filmfonds *Lang*, *Die Stellung des Anlegergesellschafters im Filmfonds*, 2. Kap., III., S. 64, 4. Kap. I., 95 f.

<sup>672</sup> *Beschlussempfehlung Finanzausschuss KAGB*, BT-Drs. 17/13395 v. 10.05.2013, S. 633; *Mujan*, BB 2013, 1653 (1654).

<sup>673</sup> *Jäger/Maas/Renz*, CCZ 2014, 63 (66); hilfreich kann hierbei sein festzustellen, ob die Finanzierungsentscheidung einem konkreten Verwertungsbedarf in der Wertschöpfungskette eines Unternehmens folgt, *Loritz/Rickmers*, NZG 2014, 1241 (1246 f., 1249).

<sup>674</sup> *Schneider*, in: *Möllers/Kloyer*, *KAGB Tagungsband*, S. 79 (95 Rn. 225).

<sup>675</sup> *Beschlussempfehlung Finanzausschuss KAGB*, BT-Drs. 17/13395 v. 10.05.2013, S. 634.

ein Appell an die BaFin, das Gesetz in dem Sinne auszulegen, den Grauen Kapitalmarkt weiter zu regulieren<sup>676</sup>. In Zweifelsfällen obliegt der BaFin die (bindende) Entscheidung, ob ein inländisches Unternehmen den Vorschriften des Kapitalanlagegesetzbuchs unterliegt und ob ein Investmentvermögen i.S.v. § 1 Abs. 1 KAGB vorliegt (§ 5 Abs. 3 KAGB)<sup>677</sup>. Eine solche Entscheidung im Hinblick auf Black Blind Pools wird bei einer Gesamtwürdigung positiv ausfallen, da sie zu den klassischen Vehikeln gehören, die mit der Regulierung aus dem Grauen Kapitalmarkt genommen werden sollten. Soweit praktikabel, kann hier auch das Gefährdungs- und Risikopotential des AIF mit einfließen<sup>678</sup>. Trotzdem ist es von grundsätzlicher Bedeutung, hinsichtlich der einzelnen Tatbestandsmerkmale des Anwendungsbereichs des Kapitalanlagegesetzbuchs zeitnah Klarheit zu schaffen<sup>679</sup>.

## **B. Fondsbezogene Informationspflichten**

Das Kapitalanlagegesetzbuch stellt gewisse Anforderungen in Bezug auf das Investmentvermögen selbst auf. Dabei sind unter den hier als „fondsbezogenen“ Informationspflichten bezeichneten nicht rein regulatorische Informationsanforderungen zu verstehen. Dieser Abschnitt soll die Regularien untersuchen, über die insgesamt ein Zugang an Informationen zu den AIF erteilt wird. Dies kann durch direkte Aufklärungspflichten wie beim Verkaufsprospekt und den wesentlichen Anlegerinformationen oder auch indirekt wie durch die Anforderungen im Rahmen der Anlagebedingungen des AIF erfolgen. Da die Informationserteilung im Hinblick auf Blind Pools problematisch ist, sollen umfassend sämtliche Anforderungen an AIF, die mit der Struktur von Blind Pools kollidieren können, betrachtet werden. Fondsbezogene Regelungen, die den Fonds selbst und nicht nur die Informationspflichten über diesen in Richtung potentieller Anleger betreffen, sind für offene Fonds aus dem Investmentgesetz bekannt, waren bislang aber nicht bezüglich geschlossener Fonds im Verkaufsprospektgesetz oder dem Vermögensanlagengesetz enthalten<sup>680</sup>. Neben den gesellschaftsvertraglichen Dokumenten müssen nun Anlagebedingungen, die das Verhältnis zwischen Anleger und Investmentvermögen betreffen, erstellt werden<sup>681</sup>. Auch sind Vorschriften zur Satzung bzw. zum Gesellschaftsvertrag des jeweiligen Investmentvermögens eingeführt worden. Dabei werden unterschiedliche Anforderungen, je nachdem an welchen Anlegerkreis sich der AIF richtet, aufgestellt (Spezial- oder Publikums-AIF). Die Neuerungen betreffen an sich die Struktur des Investmentvermögens, seine gesellschaftsrechtliche Ausgestaltung und die im Verhältnis zu seinen Anlegern. Aus dem Blickwinkel eines potentiellen Anlegers eines Blind Pools können diese Regelungen aber zudem der Transparenz und Information in Bezug auf das Investmentvermögen dienen. Sie treten als Informationsquelle neben die klassischen Aufklärungsdokumente von Ver-

---

<sup>676</sup> Beschlussempfehlung Finanzausschuss KAGB, BT-Drs. 17/13395 v. 10.05.2013, S. 634.

<sup>677</sup> Vgl. auch Beschlussempfehlung Finanzausschuss KAGB, BT-Drs. 17/13395 v.10.05.2013, S. 634; *Bußalb*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 221 (225).

<sup>678</sup> Vgl. *Loritz/Uffmann*, WM 2013, 2193 (2199).

<sup>679</sup> *Kloyer*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 313 (329 Rn. 909).

<sup>680</sup> Vgl. *Kobbach/Anders*, NZG 2012, 1170 (1171).

<sup>681</sup> *Voigt/Busse*, BKR 2013, 184 (185); *van Kann/Redeker/Keiluweit*, DStR 2013, 1483 (1485 f.).

kaufprospekt und Kurzinformationsblatt. Die nachfolgende Untersuchung der Regelungen, die im weitesten Sinne einen Bezug zu einem etwaigen Investitionsobjekt haben, legt daher keinen Schwerpunkt auf den regulatorischen Zweck dieser neu eingeführten gesellschaftsrechtlichen Regelungen. Die Untersuchung wird vor dem Hintergrund der speziellen Situation von Blind Pools (mangelnde Information aufgrund fehlenden Anlageobjekts, weites Ermessen des Fondsmanagements) vorgenommen werden. Hierbei werden die Anforderungen mit Bezug zum Investitionsobjekt erörtert und untersucht, ob jegliche Art von Blind Pools diese erfüllen können.

## **I. Geschlossene Publikums-AIF**

Die folgenden Darstellungen zu den fondsbezogenen Informationspflichten beziehen sich auf geschlossene inländische Publikums-AIF, die von einer erlaubnispflichtigen inländischen Kapitalverwaltungsgesellschaft verwaltet werden. Daneben gelten die Darstellungen auch für AIF, die von einer nur registrierungspflichtigen Kapitalverwaltungsgesellschaft verwaltet werden, sofern die Kapitalverwaltungsgesellschaft ausschließlich inländische geschlossene AIF verwaltet, bei denen es sich nicht ausschließlich um Spezial-AIF handelt und die verwalteten Vermögensgegenstände insgesamt nicht den Wert von 100 Mio. Euro (einschließlich der durch den Einsatz von Leverage erworbenen Vermögensgegenstände) überschreiten, und sie sich nicht dem Kapitalanlagegesetzbuch in ihrer Gesamtheit unterworfen hat<sup>682</sup>.

### **1. Satzung bzw. Gesellschaftsvertrag**

Neben dem Numerus Clausus bezüglich der Rechtsformen<sup>683</sup>, die für die Auflegung eines Investmentvermögens gewählt werden dürfen, werden auch hinsichtlich des Unternehmensgegenstandes, der in die Satzung bei der Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital bzw. den Gesellschaftsvertrag bei der Investmentkommanditgesellschaft aufgenommen werden müssen, inhaltliche Vorgaben getätigt<sup>684</sup>: Gemäß § 142 S. 1 Nr. 1 KAGB bzw. § 150 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 KAGB muss der festgelegte Unternehmensgegenstand der Investmentaktiengesellschaft bzw. Investmentkommanditgesellschaft ausschließlich die Anlage und Verwaltung ihrer Mittel nach einer festgelegten Anlagestrategie zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage nach den §§ 261 bis 272 KAGB zum Nutzen der Anleger sein<sup>685</sup>. Dabei soll der Verweis auf die Produktvorschriften (§§ 261 bis 272 KAGB) nur eine Abgrenzung von Publikums- zu Spezialgesellschaften bereits im Gesellschaftsvertrag ermöglichen<sup>686</sup>. Es sind jedoch keine weitergehenden, sich aus den §§ 261 bis 272 KAGB ergebenden Informationen in die Satzung bzw. den Gesellschaftsvertrag aufzunehmen.

---

<sup>682</sup> Die Anwendung der Regelungen, die im Folgenden untersucht werden, auf Fonds, die von einer nur registrierungspflichtigen Kapitalverwaltungsgesellschaft verwaltet werden, ergibt sich aus §§ 2 Abs. 5, 44 Abs. 1 Nr. 2 KAGB.

<sup>683</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 190; *Niewerth/Rybarz*, WM 2013, 1154 (1158); *Fischer/Friedrich*, ZBB 2013, 153 (156); *Wiedemann*, NZG 2013, 1041 (1042).

<sup>684</sup> *Freitag*, NZG 2013, 329 (333).

<sup>685</sup> *Wiedemann*, NZG 2013, 1041 (1042); *Freitag*, NZG 2013, 329 (333).

<sup>686</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 248 f.

Je nachdem, welche Anforderungen an eine Beschreibung der Anlagestrategie im Rahmen des Unternehmensgegenstandes im Gesellschaftsvertrag bzw. in der Satzung gestellt würden, könnte dies für Black Blind Pools, die noch nicht einmal Investitionskriterien festgelegt haben und die Auswahlentscheidung des Investitionsobjekts vollständig in das Ermessen des Fondsmanagements stellen, Probleme aufwerfen. Die Anlagestrategie selbst muss hier allerdings nicht beschrieben werden. Denn bei genauer Betrachtung der Anforderung des § 142 S. 1 Nr. 1 KAGB bzw. § 150 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 KAGB wird deutlich, dass nur gemeint sein kann, dass abstrakt als Unternehmensgegenstand die Anlage der Mittel „nach einer festgelegten Anlagestrategie“ in den Gesellschaftsvertrag aufzunehmen, diese aber nicht konkret zu beschreiben ist. Der Gesellschaftsvertrag stellt nur die abstrakten Regelungen bezüglich des rechtlichen Zusammenschlusses auf. Mit dem Unternehmensgegenstand soll der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit für die beteiligten Wirtschaftskreise hinreichend erkennbar zum Ausdruck gebracht werden und informativ, also entsprechend individualisiert sein<sup>687</sup>. Detaillierte Vorgehensweisen, die die Geschäftstätigkeit konkreter beschreiben, werden dort nicht geregelt<sup>688</sup>. Der Unternehmensgegenstand stellt das Mittel zur Verwirklichung des Gesellschaftszwecks dar<sup>689</sup>. Auch ist eine umfangreiche Beschreibung der Anlagestrategie im Hinblick auf die Eintragung des Unternehmensgegenstandes ins Handelsregister<sup>690</sup> nicht praktikabel. Darüber hinaus wären bei einer Änderung der Anlagestrategie gleich eine Änderung der Satzung bzw. des Gesellschaftsvertrags notwendig. An die Angabe des Unternehmensgegenstandes im Rahmen der Satzung bzw. des Gesellschaftsvertrags sind daher keine materiellen Anforderungen zu stellen.

## 2. Anlagebedingungen

Nach den Anlagebedingungen bestimmt sich, in Verbindung mit der Satzung der Publikumsinvestmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital bzw. dem Gesellschaftsvertrag der Publikumsinvestmentkommanditgesellschaft, das Rechtsverhältnis des geschlossenen Publikums-AIF zu seinen Anlegern (§ 266 Abs. 1 KAGB)<sup>691</sup>. Die Anlagebedingungen sind nicht Teil der Gesellschaftsdokumente und daher zusätzlich zu Satzung bzw. Gesellschaftsvertrag zu erstellen, § 143 S. 1, 2 1. HS KAGB bzw. § 151 S. 1, 2 KAGB<sup>692</sup>. In allen Fällen, in denen die Satzung bzw. der Gesellschaftsvertrag veröffentlicht, ausgehändigt oder zur Verfügung gestellt werden muss, muss ein Verweis auf die Anlagebedingungen erteilt werden und sind diese ebenso zugänglich zu machen, § 143 S. 2 KAGB bzw. § 151 S. 2 KAGB<sup>693</sup>.

---

<sup>687</sup> *Fastrich*, in: Baumbach/Hueck, GmbHG, § 3 Rn. 7; *Hüffer/Koch*, AktG, § 23 Rn. 24; BGH, Beschl. v. 03.11.1980 – II ZB 1/79, juris Rn. 16.

<sup>688</sup> Vgl. BGH, Beschl. v. 03.11.1980 – II ZB 1/79, juris Rn. 16; *Langhein*, in: Schmidt, MüKo-HGB, Bd. 2, § 106 Rn. 34.

<sup>689</sup> *Servatius*, ZfIR 2014, 134 (139).

<sup>690</sup> § 140 Abs. 1 S. 2 KAGB i.V.m. § 39 Abs. 1 AktG; *Hüffer/Koch*, AktG, § 39 Rn. 2; bei der KG ist gemäß § 25 Abs. 4 HRV darauf hinzuwirken, dass der Unternehmensgegenstand im Rahmen der Registeranmeldung angegeben wird, sofern er sich nicht bereits aus der Firma ergibt.

<sup>691</sup> Die Anlagebedingungen haben Vertragscharakter, *Wallach*, ZGR 2014, 289 (298).

<sup>692</sup> *Voigt/Busse*, BKR 2013, 184 (185); vgl. *Wallach*, ZGR 2014, 289 (297).

<sup>693</sup> Vgl. *Röh*, AssCompact 2013, 135 (135).

Für offene Fonds waren bereits im Investmentgesetz Anlagebedingungen geregelt<sup>694</sup>. § 266 Abs. 2 KAGB, der die inhaltlichen Anforderungen für die Anlagebedingungen bei geschlossenen Publikums-AIF normiert, orientiert sich über die Verweisung auf § 162 Abs. 2 KAGB an den Vorgaben des § 43 Abs. 4 InvG, wobei die Besonderheiten von geschlossenen Publikums-AIF zu berücksichtigen waren<sup>695</sup>. In Anlehnung an die ihr zugrunde liegende Norm werden die Anlagebedingungen als Geschäftsbesorgungsvertrag gemäß § 675 BGB verstanden<sup>696</sup>.

Die Anlagebedingungen von geschlossenen Publikums-AIF und Änderungen derselben müssen von der BaFin genehmigt werden (§ 266 Abs. 1 S. 1 KAGB)<sup>697</sup>. Der mit der Genehmigung verfolgte Zweck liegt darin, durch die Schaffung eines Vertrauenstatbestandes den Schutz für Anleger zu erhöhen, indem eine Gesetzmäßigkeitskontrolle vorgenommen wird bevor die Bedingungen privatrechtliche Wirkung entfalten können<sup>698</sup>. Den Antrag bei der BaFin können nur Kapitalverwaltungsgesellschaften stellen, die die betroffene Art von AIF auch verwalten dürfen, § 267 Abs. 1 S. 2 KAGB. Die Genehmigung wird erteilt<sup>699</sup>, wenn die Anlagebedingungen den gesetzlichen Anforderungen entsprechen, § 267 Abs. 1 S. 2 KAGB. Einige Änderungen, z.B. solche, die mit den bisherigen Anlagegrundsätzen des AIF nicht vereinbar sind, unterliegen einem Zustimmungserfordernis durch die Anleger und müssen veröffentlicht werden (§ 267 Abs. 3 und 4 KAGB)<sup>700</sup>.

Hinsichtlich der inhaltlichen Anforderungen an die Anlagebedingungen verweist § 266 Abs. 2 KAGB größtenteils auf die für offene Publikumsinvestmentvermögen geltenden Vorschriften (§ 162 Abs. 2 KAGB)<sup>701</sup> und stellt darüber hinaus einige weitere, auf geschlossene Publikums-AIF angepasste Anforderungen auf. Fraglich ist, wie die Angaben, die im Zusammenhang mit den Investitionsobjekten stehen, inhaltlich auszufüllen sind.

#### **a) Auswahlgrundsätze bei der Wahl der Investitionsobjekte**

Problematisch im Hinblick auf Blind Pools ist die geforderte Angabe zu den Grundsätzen, nach denen die Auswahl der zu beschaffenden Vermögensgegenstände erfolgt. § 266 Abs. 2 S. 2 KAGB verweist

---

<sup>694</sup> Dort noch „Vertragsbedingungen“, § 43 InvG.

<sup>695</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 272.

<sup>696</sup> *Silberberger*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 266 KAGB Rn. 5.

<sup>697</sup> *Van Kann/Redeker/Keiluweit*, DStR 2013, 1483 (1484); vgl. *Wallach*, RdF 2013, 92 (95). Die BaFin wird dabei als Sachwalter des öffentlichen Interesses hinsichtlich der Einhaltung der festgelegten Anlagegrundsätze tätig, ohne dass der Anleger hieraus ein subjektives Recht herleiten könnte, zu § 43 InvG-E (Entwurfassung des BMF v. 18.01.2007, später BT-Drs. 16/5576 v. 27.04.2007), *Bödecker*, HB InvestmentR, Teil II InvG § 43 B.I.3, S. 237.

<sup>698</sup> Zu § 43 InvG i.d.F.v. 01.01.2004, *Fragos*, Das neue europäische und deutsche Investmentrecht, 2. Kap. § 22, S. 141.

<sup>699</sup> Dies geschieht durch Verwaltungsakt, zu § 43 InvG-E (Entwurfassung des BMF v. 18.01.2007, später BT-Drs. 16/5576 v. 27.04.2007), *Bödecker*, HB InvestmentR, Teil II InvG § 43 B.I.3, S. 237; zu § 43 InvG i.d.F.v. 01.01.2004, *Fragos*, Das neue europäische und deutsche Investmentrecht, 2. Kap. § 22, S. 141.

<sup>700</sup> Näheres *Silberberger*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 267 KAGB Rn. 7 ff.; *Escher*, in: *Habersack/Mülbert/Nobbe/Wittig*, Bankenregulierung, Insolvenzrecht, Kapitalanlagegesetzbuch, Honorarberatung, S. 123 (146); *Weitnauer*, in: *Möllers/Kloyer*, KAGB Tagungsband, S. 161 (186 Rn. 461).

<sup>701</sup> Der Gesetzgeber hatte das Ziel, geschlossene Fonds an offene Fonds anzugleichen, vgl. *Breilmann/Fuchs*, WM 2013, 1437 (1443).

auf § 162 Abs. 2 Nr. 1 KAGB. Hiernach zählt zu den Mindestangaben, die in den Anlagebedingungen aufgenommen werden müssen, unter anderem die Angabe, „nach welchen Grundsätzen die Auswahl der zu beschaffenden Vermögensgegenstände erfolgt, insbesondere, welche Vermögensgegenstände in welchem Umfang erworben werden dürfen, die Arten der Investmentvermögen, deren Anteile oder Aktien für das Investmentvermögen erworben werden dürfen sowie der Anteil des Investmentvermögens, der höchstens in Anteilen oder Aktien der jeweiligen Art gehalten werden darf“. Die für offene Publikumsinvestmentvermögen konzipierte Norm des § 162 Abs. 2 Nr. 1 KAGB entspricht im Wesentlichen § 43 Abs. 4 Nr. 1 InvG. Wie schon im Investmentgesetz nicht enthalten ist auch im Kapitalanlagegesetzbuch der Begriff der Auswahlgrundsätze nicht definiert<sup>702</sup>. Beispielhaft sind aber Angaben genannt, die im Rahmen der Darstellung der Grundsätze, nach denen die Auswahl der Vermögensgegenstände erfolgt, zu beschreiben sind. Die darzustellenden Auswahlgrundsätze entsprechen inhaltlich den Angaben, die im Rahmen der Anlagepolitik darzustellen sind (Auswahlgrundsätze)<sup>703</sup>. Denn beide Angaben definieren Art und Umfang des zulässigen Vorgehens, das zur Erreichung der Anlageziele eingesetzt werden darf (Investitionskriterien)<sup>704</sup>.

Eine Angabe, die im Rahmen der Auswahlgrundsätze aufgenommen werden muss, ist bei offenen Publikumsinvestmentvermögen dabei, welche Vermögensgegenstände in welchem Umfang erworben werden dürfen. Der auf offene Publikumsinvestmentvermögen anwendbare § 163 Abs. 2 Nr. 1 KAGB ist allerdings bei geschlossenen Publikums-AIF mit der Maßgabe anzuwenden, dass anstelle der Angabe, welche Vermögensgegenstände in welchem Umfang erworben werden *dürfen*, die Kapitalverwaltungsgesellschaft in den Anlagebedingungen festlegen muss, welche Vermögensgegenstände in welchem Umfang für den geschlossenen Publikums-AIF erworben *werden*<sup>705</sup>. Diese Differenzierung drückt einen wesentlichen Unterschied zwischen offenen und geschlossenen Publikumsinvestmentvermögen aus. Denn bei offenen Publikumsinvestmentvermögen erfolgt regelmäßig keine oder nur eine grobe Eingrenzung der Auswahlgrundsätze (Investitionskriterien), um dem AIFM einen möglichst weitgehenden Handlungsspielraum beim Erwerb der Vermögensgegenstände für Investmentvermögen vorzubehalten<sup>706</sup>. Dies soll bei geschlossenen Publikums-AIF in einem derart weiten Umfang gerade nicht möglich sein. Zwar können geschlossene Publikums-AIF grundsätzlich auch als Blind Pools aufgelegt werden, jedoch offensichtlich nicht in jeglicher Ausgestaltung.

Für Soft Blind Pools, also Blind Pools, bei denen das Anlageobjekt nur aus Gründen mangelnder vertraglicher Bindung noch nicht feststeht, können Angaben darüber, welche Assets von den Managern

---

<sup>702</sup> Rozok, in: Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher, InvG, § 43 Rn. 77.

<sup>703</sup> Rozok, in: Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher, InvG, § 43 Rn. 77.

<sup>704</sup> Rozok, in: Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher, InvG, § 43 Rn. 77; vgl. Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 5; Unzicker, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 7.

<sup>705</sup> Anpassungen bei den grundsätzlich einheitlichen Regelungen sind dort vorgenommen worden, wo es sich die Natur des offenen bzw. geschlossenen Fondscharakters erfordert, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 191.

<sup>706</sup> Rozok, in: Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher, InvG, § 43 Rn. 80.

erworben werden, problemlos getätigt werden. Die Angabe, in welche Anlageobjekte investiert werden und in welchem Umfang dies geschehen wird, wirft aber bei Blind Pools-Fonds Probleme auf, bei denen noch keine Festlegung auf die zukünftigen Investitionsobjekte erfolgt ist<sup>707</sup>. Dahinter kann stehen, dass noch gar keine Investitionskriterien festgelegt worden sind (Black Blind Pools) oder dass zwar Kriterien vorgegeben, aber anhand dieser noch keine konkreten Anlageobjekte ausgewählt worden sind (je nach Ausgestaltung Reguläre Blind Pools oder Black Blind Pools). Vor diesem Hintergrund stellt sich daher die Frage, wie konkret die Darstellung der Investitionskriterien zu erfolgen hat bzw. wie diese Angabe inhaltlich ausgefüllt werden muss.

### **(1) Eingrenzung der inhaltlichen Ausfüllung der Auswahlgrundsätze**

Die AIFM-Richtlinie bietet keine Hilfestellung hinsichtlich des inhaltlichen Umfangs der Angabe in den Anlagebedingungen gemäß § 266 Abs. 2 S. 2 KAGB. Regelungen zu Publikums-AIF sind in der AIFM-Richtlinie nicht vorgenommen worden<sup>708</sup>. Zudem konnte der deutsche Gesetzgeber strengere Regelungen als in der AIFM-Richtlinie für Spezial-AIF vorgesehen für Publikums-AIF erlassen (Art. 43 Abs. 1 Unterabs. 2 AIFM-RL)<sup>709</sup>. Denn für den Fall der Nutzung der Öffnungsklausel des Art. 43 Abs. 1 Unterabs. 1 AIFM-RL sehen die Vorgaben der Richtlinie nur Mindeststandards vor<sup>710</sup>.

In der Gesetzesbegründung ist zu der Modifikation, dass angegeben werden muss, welche Vermögensgegenstände in welchem Umfang erworben werden, Folgendes ausgeführt<sup>711</sup>: Die Regelung des § 266 Abs. 2 S. 2 KAGB soll der Verhinderung des reinen „blind poolings“ dienen<sup>712</sup>. Da sich die Anleger eines geschlossenen Publikums-AIF mit ihrer Vermögensanlage in der Regel langfristig binden, werde von den Kapitalverwaltungsgesellschaften verlangt, dass sie sich in den Anlagebedingungen konkret festlegen, welche Vermögensgegenstände tatsächlich für den AIF beschafft würden. Die Kapitalverwaltungsgesellschaft müsse daher z.B. zu den Vermögensgegenständen, die erworben werden sollen, die Nutzungsart(en), Region(en) etc. angeben.

Die Literatur hat sich bislang nicht näher dazu geäußert, wie konkret die Anforderungen an die Angabe bei Blind Pools ausgestaltet werden sollten<sup>713</sup>, sondern lediglich auf die Herausforderungen, vor denen die Praxis und die BaFin nunmehr stehen, verwiesen<sup>714</sup>.

---

<sup>707</sup> Vgl. auch *Silberberger*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 266 KAGB Rn. 12 f.; *Jäger/Maas/Renz*, CCZ 2014, 63 (66);

<sup>708</sup> *Volhard/Jang*, DB 2013, 273 (273).

<sup>709</sup> *Jesch*, in: *Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann*, AIFM-RL, Art. 43 Rn. 4; *Weiser/Jang*, BB 2011, 1219 (1224); *Klebeck*, BKR 2012, 353 (357).

<sup>710</sup> *Klebeck*, BKR 2012, 353 (357).

<sup>711</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 272.

<sup>712</sup> *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 194.

<sup>713</sup> *Weitnauer*, in: *Möllers/Kloyer*, KAGB Tagungsband, S. 161 (185 Rn. 458); *Kobabe*, in: *Möllers/Kloyer*, KAGB Tagungsband, S. 331 (332 Rn. 917).

<sup>714</sup> *Silberberger*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 266 KAGB Rn. 13; vgl. *Jäger/Maas/Renz*, CCZ 2014, 63 (68).

### **(a) Kein reines Blind Pooling**

Unter Blind Pooling wird allgemein verstanden, dass noch kein Investitionsobjekt vorliegt,<sup>715</sup> wobei es verschieden stark ausgeprägte Formen gibt. Wenn unter „reinem“ Blind Pooling die extremste Variante eines Blind Pool-AIF zu verstehen sein sollte, dann wäre dies jedenfalls ein AIF, bei dem es an jeglicher Eingrenzung eines später auszuwählenden Investitionsobjekts fehlen würde<sup>716</sup>. Es wäre noch nicht einmal festgelegt, in welche Assetkategorien investiert wird oder welche Investitionskriterien bei der Auswahl der Assets angesetzt werden (Black Blind Pool). Ähnlich liegt die Situation, wenn zwar Kriterien festgelegt wurden, diese aber derart weit gefasst sind, dass sie faktisch keine Eingrenzung erlauben und keine konzeptionierte Auswahl erkennen lassen. Jegliche Investitionsentscheidung stünde auch hier faktisch im vollständigen Ermessen des Fondsmanagements. Eine solche vollständig fehlende Eingrenzung genügt den Anforderungen an die Darstellung der Auswahlgrundsätze offensichtlich nicht.

### **(b) Kein konkretes Anlageobjekt**

Mit der Pflicht zur Angabe, welche Vermögensgegenstände tatsächlich für den AIF beschafft werden, kann aber auch nicht gemeint sein, in den Anlagebedingungen angeben zu müssen, in welches konkrete Anlageobjekt investiert werden wird. Denn das Kapitalanlagegesetzbuch geht nunmehr auch hinsichtlich geschlossener AIF vom Grundmodell eines Blind Pools, bei dem dem AIFM ein gewisses Maß an Ermessen zulässigerweise zusteht, aus. Dies wird an verschiedenen Stellen im Gesetz deutlich: So sind beispielsweise im Verkaufsprospekt Angaben zu den Anlageobjekten nur zu tätigen, „sofern bereits feststeht, in welche konkreten Anlageobjekte“ investiert werden soll, § 269 Abs. 3 KAGB. Ebenso muss eine Beschreibung der Anlageobjekte in den wesentlichen Anlegerinformationen nur erfolgen „sofern bereits feststeht, in welche konkreten Anlageobjekte... investiert werden soll“, § 270 Abs. 2 Nr. 1 KAGB. Auch ist im Rahmen des Gesetzgebungsprozesses ausdrücklich angesprochen worden, dass Blind Pools vom Anwendungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuchs erfasst seien<sup>717</sup>. Steht noch nicht fest, in welche konkreten Anlageobjekte investiert werden soll, so ist dies im Prospekt anzugeben, § 269 Abs. 3 S. 2 KAGB. Die Auswahlgrundsätze müssen daher im Detailgrad ihrer Beschreibung auch noch nicht derart konkretisiert sein, dass ein konkretes Anlageobjekt benannt wird.

### **(c) Assetkategorie**

Mit der Angabe, welche „Vermögensgegenstände“ erworben werden, ist mindestens aber die Assetkategorie gemeint. Die für geschlossene Publikums-AIF zulässigen Vermögensgegenstände, in die investiert werden darf, sind in § 261 Abs. 1 KAGB aufgeführt und in § 261 Abs. 2 KAGB für Sachwerte

---

<sup>715</sup> OLG Frankfurt, Urt. v. 15.03.2007 – 3 U 107/06, juris Rn. 2; *Hennrichs*, in: Schwark/Zimmer, KMR, § 9 VermVerkProspV Rn. 3; siehe dazu 1. Teil C1.

<sup>716</sup> Vgl. *Voß*, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 27; vgl. *Kind*, in: Lüdicke/Arndt, Geschlossene Fonds, B. VI., S. 422 f.

<sup>717</sup> Beschlussempfehlung Finanzausschuss KAGB, BT-Drs. 17/13395 v. 10.05.2013, S. 634.

konkretisiert. Die Angabe der Assetkategorie ist jedoch allein nicht ausreichend, da sich die Verwaltungsgesellschaft „konkret“<sup>718</sup> festlegen muss, in „welche“<sup>719</sup> Vermögensgegenstände investiert werden wird.

#### **(d) Investitionskriterien**

Die Information, welche Vermögensgegenstände für den AIF erworben werden, ist im Rahmen der Darstellung der Grundsätze, nach denen die Auswahl der zu beschaffenden Vermögensgegenstände erfolgt, anzugeben. Die Festlegung der Vermögensgegenstände stellt die konkrete Anwendung der Investitionskriterien dar. Beispielhaft sind Kriterien aufgeführt, die eine Festlegung der Vermögensgegenstände ermöglichen können. Es müssen z.B. die Nutzungsart(en) und Region(en) angegeben werden. Gerade hier wird deutlich, dass der Gesetzgeber den Besonderheiten geschlossener AIF Rechnung tragen wollte. Bereits zu den Vertragsbedingungen offener Fonds, an denen sich orientiert wurde<sup>720</sup>, wurde zum Teil vertreten, dass eine Eingrenzung der Vermögensanlage nach Gattung, Branchen oder regionalen Gesichtspunkten zu erfolgen habe; um eine Abgrenzung zu anderen Fonds erkennbar zu gestalten müssten die Anlagegrundsätze detaillierter geregelt und formuliert werden je spezialisierter das Anlagenprogramm sei<sup>721</sup>. Eine derartige Beschreibung fordert der Gesetzgeber für geschlossene Publikums-AIF ausdrücklich in den Anlagebedingungen<sup>722</sup>.

#### **(2) Ergebnis: Hinreichend bestimmte Darstellung**

Bei der Darstellung der Auswahlgrundsätze hinsichtlich geschlossener AIF in Bezug auf die auszuwählenden Investitionsobjekte sind die oben genannten Kriterien miteinander in Einklang zu bringen. Einerseits ist der Grad an Konkretheit großzügig zu verstehen im Sinne zunächst nur einer Festlegung der Assetkategorie und verschiedener Kriterien, die die möglichen Vermögensgegenstände näher eingrenzen (Regionen, Nutzungsarten). Andererseits dürfen die Investitionskriterien nicht einen so geringen Konkretisierungsgrad aufweisen, dass im Ergebnis ein reiner (bzw. Black) Blind Pool vorliegt und keine tatsächliche Festlegung erfolgt, welche Vermögensgegenstände für den AIF erworben werden. Die zunächst eröffnete Weite wird also wieder eingeschränkt.

Fraglich ist, wie die konkrete Eingrenzung nun zu erfolgen hat. Kann es genügen, beispielsweise anzugeben, dass eine Investition der Anlegergelder in „Gewerbe- und Wohnimmobilien in Europa und den USA“ erfolgen wird? Der Art der Vermögensgegenstände inklusive einer Beschreibung der Region und der Nutzungsart, wie beispielhaft für eine konkrete Festlegung der zu beschaffenden Vermögensgegenstände in der Gesetzesbegründung aufgeführt,<sup>723</sup> wäre mit dieser Beschreibung formal genügt. Fraglich

---

<sup>718</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 272.

<sup>719</sup> § 266 Abs. 2 S. 2 KAGB.

<sup>720</sup> § 43 InvG; RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 272.

<sup>721</sup> *Beckmann*, in: Beckmann/Scholtz/Vollmer, Investment-HB, 410 § 43 Rn. 34, In/EL 4/08 – V.08; a.A. *Schmitz*, in: Berger/Steck/Lübbehüsen, InvG, § 43 Rn. 43.

<sup>722</sup> „Nutzungsart(en), Region(en)“, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 272.

<sup>723</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 272.

ist aber, ob der Gesetzgeber eine solch faktisch weite Beschreibung vor Augen hatte, als er die im Verhältnis zu den Angaben bei offenen Publikumsinvestmentvermögen einschränkende Vorgabe für den Inhalt der Anlagebedingungen aufnahm, sich konkret festzulegen, welche Vermögensgegenstände tatsächlich erworben werden.

Wenn ein „reines“ Blind Pooling nicht erlaubt sein soll und eine Beschreibung, welche Vermögensgegenstände in welchem Umfang tatsächlich erworben werden, erfolgen soll, geht es doch bei der Darstellung der Auswahlgrundsätze darum, dass nicht nur das Fondsmanagement in seinem Handlungsspielraum recht eng beschränkt werden soll, sondern insbesondere, dass ein Mehrwert an Informationen mitgeteilt wird, der die avisierte Investition bewertbar macht und damit eine fundierte Informationsbasis für die Anlageentscheidung geschaffen wird<sup>724</sup>. In den Anlagebedingungen soll also nicht offen bleiben, wozu das eingeworbene Kapital investiert werden wird. Die Investitionskriterien, die angegeben werden müssen, müssen im Verhältnis zu der Situation, in der gar keine Kriterien mitgeteilt werden, tatsächlich eine Festlegung der Investitionsobjekte ermöglichen. Über den Zweck der Auftragsbegrenzung für das Fondsmanagement kommt der Beschreibung damit auch eine Informationsfunktion zu.

Eine grobe, noch dazu alternative Darstellung der Investitionskriterien kann dann nicht ausreichen. Denn eine Information, dass – um bei dem oben genannten Beispiel zu bleiben – in der Region Europa oder den USA investiert wird, bietet aufgrund der großen Unterschiede der Regionen keinen Mehrwert an Informationen gegenüber einer komplett fehlenden Festlegung von Kriterien. Eine alternative Aufzählung von Kriterien muss sogar ganz ausscheiden. Dies kann einerseits dem Wortlaut des § 266 Abs. 2 S. 2 KAGB entnommen werden: Es muss angegeben werden, welche Vermögensgegenstände erworben „werden“ in Abgrenzung zu erworben werden „dürfen“. Andererseits kommt dies auch in der Gesetzesbegründung zum Ausdruck: Die Kapitalverwaltungsgesellschaft muss sich festlegen, welche Vermögensgegenstände „tatsächlich“ erworben werden sollen<sup>725</sup>. Eine Darstellung „potentieller“ Vermögensgegenstände ist somit nicht ausreichend.

Die Darstellung der Investitionskriterien muss derart konkret erfolgen, dass im Ergebnis eine Bestimmung der Vermögensgegenstände, in die investiert wird, möglich ist. Da gerade noch keine Festlegung auf ein einzelnes Anlageobjekt erfolgen muss, dürfte im Ergebnis ausreichen, dass die Festlegung der Vermögensgegenstände derart konkret erfolgt, dass mithilfe konkreter Investitionskriterien eine Filterung eines „Objektpools“ möglich ist. Zwar nicht die einzelnen Anlageobjekte, aber der Objektpool mit seinen anlageobjektübergreifenden Merkmalen muss hinreichend bestimmt sein. Damit ist gemeint, dass eine Anzahl weniger Assets bestimmbar wird, die gleichen, für sie charakteristischen Merkmalen unterliegen. Die einzelnen Anlageobjekte müssen nicht im Detail den gleichen Kriterien unterliegen. Sie müssen aber gemeinsame, hinreichend bestimmte Merkmale aufweisen, sodass sich der Objektpool in seiner Gesamtheit von anderen Objektpools unterscheidet. Denn dann bietet diese Festlegung einen

---

<sup>724</sup> In Ansätzen ähnlich *Kloyer*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 313 (319 Rn. 880).

<sup>725</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 272.

Mehrwert. Der potentielle Anleger<sup>726</sup> kann dann anhand dieser charakteristischen Eingrenzung die Merkmale der Assets, in die sein Kapital fließen wird, beurteilen und anhand dieser eine fundierte Abwägung treffen<sup>727</sup>.

Im Ergebnis geht es darum, dass das Fondsmanagement durch eine tatsächliche Festlegung auf die zu erwerbenden Vermögensgegenstände konkret darlegt, womit der angebotene AIF wirtschaften soll, und der Anleger hierüber informiert wird. Mit diesen konkreten Informationen wird dem potentiellen Anleger die Informationsbasis geboten, die die avisierte Anlage bewertbarer macht und damit eine Risikoeinschätzung ermöglicht. Dies ist bei geschlossenen AIF aufgrund der weniger guten Lösungsmöglichkeit von der einmal getätigten Investition so viel wichtiger<sup>728</sup>. Sofern sich das Fondsmanagement bereits derart konkret auf bestimmte Vermögensgegenstände festgelegt hat, dass es die konkreten Anlageobjekte benennen kann, können an die Darstellung der Auswahlgrundsätze geringere Anforderungen gestellt werden. Denn dann muss sich das Fondsmanagement bereits an seinen Angaben zu den konkreten Anlageobjekten messen lassen, die sogar ein höheres Maß an Bestimmtheit als hinreichend bestimmte Investitionskriterien bieten. Die Ausfüllung des inhaltlichen Maßstabes der Auftragsausfüllung des Fondsmanagements greift damit stark ineinander mit einer der Aufklärung dienenden Perspektive.

## **b) Produktregulierung**

Die Anwendung der oben genannten Kriterien führt dazu, dass neben Soft Blind Pools zwar noch Reguläre Blind Pools, nicht jedoch Black Blind Pools die Anforderungen, die an die Anlagebedingungen gestellt werden, erfüllen können. Die Regulierung setzt in einem Bereich an, der das Verhältnis der Anleger zum AIF selbst betrifft. Die Umsetzung eines der Ziele des Gesetzgebers, den Anlegerschutz zu stärken<sup>729</sup>, wird im Hinblick auf Black Blind Pools damit in Form der Produktregulierung vorgenommen<sup>730</sup>. Ein Produkt, zu dem derart konkrete Angaben noch nicht getätigt werden können, kann nicht als geschlossener Publikums-AIF aufgelegt werden. Black Blind Pools zählen damit allgemein zu den

---

<sup>726</sup> Bei dem anzulegenden Maßstab ist von einem durchschnittlichen Anleger auszugehen, vgl. *Rozok*, in: *Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher*, InvG, § 43 Rn. 69.

<sup>727</sup> Konkret bedeutet dies z.B., dass eine Beschreibung derart erfolgen könnte, Wohnimmobilien in Südfrankreich in Ballungsgebieten mit Strandnähe mit einem Investitionsvolumen von pro Objekt 10-15 Mio. EUR vollständig zu erwerben. Aufgrund der regionalen Lokalisierung und der Eingrenzung des Kaufpreises ist eine Filterung der Objekte möglich, die sie von z.B. Wohnimmobilien in der Provence unterscheidet. Im Rahmen der konkreten Auswahl besteht zwar immer noch ein gewisser, Blind Pools immanenter Spielraum für die AIFM. Die Festlegung der potentiellen Investitionsobjekte wäre aber so konkret erfolgt, dass eine Differenzierung erfolgt und eine Abwägung mit anderen konkretisierten Pools an Investitionsobjekten möglich wäre.

<sup>728</sup> Es bestehen zwar inzwischen diverse Zweitmarktbörsen. Allerdings haben die Anleger bei einer Veräußerung geschlossener Fonds hohe Abschläge in Kauf zu nehmen, was zu einer faktischen geringeren Umschlagshäufigkeit führt, vgl. *Maas*, in: *Renz/Jäger/Maas*, Compliance für geschlossene Fonds, S. 103 (131); vgl. *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 52 f.

<sup>729</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 193; *Bußalb/Unzicker*, BKR 2012, 309 (310).

<sup>730</sup> Dass hinter der Verhinderung des reinen Blind Poolings für Publikums-AIF ein allgemeines Konzept steht (und nicht nur Bedeutung im Rahmen der Anlagebedingungen hat), verdeutlicht der Gesetzgeber im Zusammenhang mit der Zulässigkeit des Vertriebs von nicht inländischen AIF an Privatanleger. Bestimmte Konzepte erfordern Ergänzungen in Bezug auf die Anforderungen, die nicht inländische Publikums-AIF bei einem Vertrieb an Privatanleger im Inland zu beachten haben: Ausdrücklich wird dabei die „Verhinderung des sog. ‚blind pooling‘ bei geschlossenen Investmentvermögen“ genannt (RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 286).

nicht unter dem Kapitalanlagegesetzbuch für geschlossene Publikums-AIF akzeptierten Blind Pool-Typen.

## **(1) Erforderlichkeit**

Das Kapitalanlagegesetzbuch setzt mit seiner Regulierung – wesentlich umfangreicher als die AIFM-Richtlinie – an diversen Stellen an, um den Anlegerschutz zu stärken. Insofern stellt sich die Frage, ob nicht ein weniger einschneidendes Mittel als ein Verbot eines bestimmten Produkts ausreichend gewesen wäre.

### **(a) Gesellschaftsrechtlicher Schutz**

Als Gesellschaftsformen für geschlossene AIF stehen nur noch die Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital sowie die Investmentkommanditgesellschaft zur Verfügung<sup>731</sup>. Das Kapitalanlagegesetzbuch sieht viele Modifikationen der gesellschaftsrechtlichen Regelungen zur Aktien- und Kommanditgesellschaft vor, die in ihrer Gesamtheit ein Spezialgesellschaftsrecht von Investmentvermögen bilden<sup>732</sup>. Der Anlegerschutz steht im Fokus bei vielen dieser Modifikationen<sup>733</sup>: So nimmt das Kapitalanlagegesetzbuch zunächst eine Verlagerung der Unternehmens- auf die Anlegerinteressen vor (§§ 142 S. 1, 150 Abs. 2 S. 1 KAGB)<sup>734</sup>. Einlagen dienen vornehmlich dem Anleger-, nicht dem Gläubigerschutz<sup>735</sup>. Das Kapitalanlagegesetzbuch verschreibt sich der beschränkten Anlegerhaftung<sup>736</sup>. Bereits im Gesellschaftsvertrag werden durch den vorgeschriebenen Unternehmensgegenstand Handlungsvorgaben für das Fondsmanagement gefordert, in dem die Mittel-Zweck-Relation festgelegt werden muss<sup>737</sup>. Bislang weder gesetzlich zwingend noch regelmäßig anzutreffen muss die Geschäftsleitung sowohl bei der Investmentaktiengesellschaft als auch der Investmentkommanditgesellschaft fachlich geeignet und zuverlässig sein (§§ 23 Nr. 3, 147 Abs. 2, 153 Abs. 2 KAGB)<sup>738</sup>. Auch bei der Investmentkommanditgesellschaft ist nun ein obligatorisches Aufsichtsorgan (Beirat) zur Überwachung der Geschäftsführung

---

<sup>731</sup> *Wollenhaupt/Beck*, DB 2013, 1950 (1953); *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 180; *Jesch/Klebeck/Bragrock*, in: *Jesch/Klebeck/Dobrauz-Saldapenna*, Investmentrecht, S. 32 Rn. 115; *Einsele*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Kap., § 10 Rn. 11; *Kobabe*, in: *Möllers/Kloyer*, KAGB Tagungsband, S. 331 (337 Rn. 939); zu den neuen Gesellschaftsformen *Fischer/Friedrich*, ZBB 2013, 153 (157 ff.).

<sup>732</sup> *Zetzsche*, AG 2013, 613 (629); *Kobabe*, in: *Möllers/Kloyer*, KAGB Tagungsband, S. 331 (338 f. Rn. 942 ff.); *Wallach*, ZGR 2014, 289 (296, 327). Das Kapitalanlagegesetzbuch ist z.T. allerdings mit den Rechtsgrundsätzen für Personengesellschaften nur schwer vereinbar, *Breilmann/Fuchs*, WM 2013, 1437 (1443).

<sup>733</sup> Vgl. *Voigt*, in: *Möllers/Kloyer*, KAGB Tagungsband, S. 61 (75 Rn. 173).

<sup>734</sup> *Zetzsche*, AG 2013, 613 (623) spricht von Negation des Unternehmensinteresses; *Zetzsche*, in: *Möllers/Kloyer*, KAGB Tagungsband, S. 131 (152 Rn. 370).

<sup>735</sup> *Zetzsche*, AG 2013, 613 (615).

<sup>736</sup> Näheres *Zetzsche*, in: *Möllers/Kloyer*, KAGB Tagungsband, S. 131 (154 ff. Rn. 374 ff.).

<sup>737</sup> *Servatius*, ZfIR 2014, 134 (139).

<sup>738</sup> *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 186; *Zetzsche*, AG 2013, 613 (619).

bei der Umsetzung der Anlagebedingungen (§ 153 Abs. 3 S. 1 KAGB) einzusetzen<sup>739</sup>. Das jeweilige Aufsichtsorgan (bei der Investmentaktiengesellschaft kraft Rechtsform der Aufsichtsrat) ist den Anlegerinteressen verpflichtet, §§ 147 Abs. 3 S. 1, 153 Abs. 3 S. 3 KAGB. Auch die Rechnungslegung der AIF unterliegt nunmehr fondsspezifischen Modifikationen<sup>740</sup>. § 152 KAGB sieht für die Investmentkommanditgesellschaft im Vergleich zu den handelsrechtlichen Vorschriften verschiedene anlegerschützende Modifikationen vor<sup>741</sup>, um zu gewährleisten, dass die Investmentkommanditgesellschaft den Zwecken des Kapitalanlagegesetzbuchs angepasst wird<sup>742</sup>. So erhalten auch die mittelbaren Kommanditisten (Treuhandkommanditisten) die gleiche Rechtsstellung wie direkt beteiligte Kommanditisten<sup>743</sup>. Die Stimmberechtigung des Kommanditisten soll den Regelfall darstellen; die Intermediarisierung oder obligatorische Bündelung mehrerer Anteilsrechte in einem Vertreter ist unzulässig<sup>744</sup>. Dies wirkt sich vor allem bei einer Einlagenrückgewähr oder einer Ausschüttung, die den Wert der Kommanditeinlage unter den Betrag der Einlage herabmindert, aus; beides kann nur noch mit Zustimmung des jeweils betroffenen Kommanditisten erfolgen, § 152 Abs. 2 KAGB<sup>745</sup>. Die bislang für Kommanditisten so oft haftungsträchtigen Verlustausgleichs- und Nachschusspflichten werden ausgeschlossen, § 152 Abs. 3 KAGB; vertragliche Abweichungen sollen unzulässig sein<sup>746</sup>. Auch die Nachhaftung des ausgeschiedenen Kommanditisten für Verbindlichkeiten der Investmentkommanditgesellschaft werden über § 152 Abs. 6 KAGB ausgeschlossen<sup>747</sup>.

Die im Kapitalanlagegesetzbuch, insbesondere auch hinsichtlich der für geschlossene Investmentkommanditgesellschaften vorgenommenen Anpassungen der gesellschaftsrechtlichen Regelungen tragen

---

<sup>739</sup> *Servatius*, ZfIR 2014, 134 (142 f.); *Escher*, in: Habersack/Mülbert/Nobbe/Wittig, Bankenregulierung, Insolvenzrecht, Kapitalanlagegesetzbuch, Honorarberatung, S. 123 (147); *Kobabe*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 331 (339 f. Rn. 950).

<sup>740</sup> *Zetzsche*, AG 2013, 613 (62 ff.); eingehend *Bußian/Kille*, WPg 2014, 837 (839 ff.).

<sup>741</sup> *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 184, 186; *Kloyer*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 313 (322 f. Rn. 888); *Kobabe*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 331 (340 ff. Rn. 954 ff.).

<sup>742</sup> Vgl. *Jäger/Maas/Renz*, CCZ 2014, 63 (65); die aufsichtsrechtlichen Regelungen des Kapitalanlagegesetzbuchs lassen von den allgemeinen Bestimmungen des HGB und des BGB inzwischen wenig übrig, *Klebeck/Kolbe*, BB 2014, 707 (708); vgl. *Wiedemann*, NZG 2013, 1041 (1041 ff.); *Freitag*, NZG 2013, 329 (329 ff.).

<sup>743</sup> Diese Neuerung ist letztlich wie viele andere Modifikationen der Publikums-Kommanditgesellschaft nach dem Kapitalanlagegesetzbuch eine Umsetzung bereits erfolgter richterlicher Rechtsfortbildung, *Voigt*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 61 (75 Rn. 173).

<sup>744</sup> *Zetzsche*, AG 2013, 613 (624); z.B. war die grundsätzliche Abstimmungsmacht des Treuhänders absolut üblich, bot gleichzeitig aber immenses Potential für Interessenkonflikte, *Steinkopff*, in: Renz/Jäger/Maas, Compliance für geschlossene Fonds, S. 27 (33); *Freitag*, NZG 2013, 329 (334).

<sup>745</sup> *Escher*, in: Habersack/Mülbert/Nobbe/Wittig, Bankenregulierung, Insolvenzrecht, Kapitalanlagegesetzbuch, Honorarberatung, S. 123 (147); *Zetzsche*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 131 (157 Rn. 386).

<sup>746</sup> *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 185.

<sup>747</sup> *Kloyer*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 313 (323 Rn. 890 f.).

in vielerlei Hinsicht zu einer Verbesserung des Schutzes von Anlegern, die in Investmentvermögen investieren, bei<sup>748</sup>, vor allem durch eine Verlagerung der Risiken, die sich von den Anlegern fortbewegt<sup>749</sup>. Die Beschränkung der Gesellschaftsformen und das Verbot der Publikums-GbR bewirken aufgrund der vorhandenen gesetzlichen Regelungen Vorhersehbarkeit und dadurch Rechtssicherheit<sup>750</sup>. Auch die gesetzliche Begrenzung der Kommanditistenhaftung<sup>751</sup> führt zu nur noch eingeschränkten Verlustmöglichkeiten der Anleger. Das Verbot von Nachschusspflichten schützt zumindest vor Vermögenseinbußen, die über die Einlage hinausgehen<sup>752</sup>.

Allerdings kommen einige Regelungen bei Black Blind Pools an ihre Grenzen: Privat- und Kleinanleger sind in der Regel keine aktiven Gesellschafter und haben hieran auch kein Interesse, da bei ihnen das unternehmerische Element des Investments nicht im Vordergrund steht. Das Erfordernis, Änderungen der Anlagebedingungen, die mit den bisherigen Anlagegrundsätzen des geschlossenen Publikums-AIF nicht vereinbar sind, ein qualifiziertes Zustimmungserfordernis der Anleger, die mindestens zwei Drittel des Zeichnungskapitals auf sich vereinigen, aufzuerlegen, kann keinen Schutz entfalten, sofern die Anlagegrundsätze kaum umgrenzt sind und somit hinsichtlich Änderungen derselben einen weiten Spielraum lassen. Vor allem aber kann ein wesentliches Spezifikum von Blind Pools durch gesellschaftsrechtliche Regelungen, die die Anleger während der Laufzeit des AIF schützen, nicht eingedämmt werden: eine eigenverantwortliche Entscheidung für die angebotene Investition aufgrund einer umfassenden Informationsbasis, insbesondere auch über das Investitionsobjekt, mit dem der AIF wirtschaften soll.

#### **(b) Verwalterregulierung**

Mit dem Kapitalanlagegesetzbuch sind vor allem auch umfassende Regelungen zur Regulierung der Fondsmanager eingeführt worden, die einer Verbesserung des Anlegerschutzes dienen<sup>753</sup>. Hierzu zählt zunächst vor allem die Pflicht zur Einholung einer Erlaubnis zur Verwaltung von Investmentvermögen. Die entsprechende Kapitalverwaltungsgesellschaft hat im Rahmen der Zulassungsprüfung bereits diverse Anforderungen zu erfüllen: Hierbei ist insbesondere das Erfordernis der Zuverlässigkeit und fachlichen Eignung der Geschäftsleitung zu nennen (§ 22 Abs. 1 Nr. 3 und 4 KAGB). Kapitalverwaltungsgesellschaften haben bestimmte Kapitalanforderungen zu erfüllen, was mit einigen Kosten verbunden

---

<sup>748</sup> *Escher*, in: Habersack/Mülbert/Nobbe/Wittig, Bankenregulierung, Insolvenzrecht, Kapitalanlagegesetzbuch, Honorarberatung, S. 123 (144).

<sup>749</sup> *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 187.

<sup>750</sup> *Servatius*, ZfIR 2014, 134 (135); vgl. *Escher*, in: Habersack/Mülbert/Nobbe/Wittig, Bankenregulierung, Insolvenzrecht, Kapitalanlagegesetzbuch, Honorarberatung, S. 123 (139).

<sup>751</sup> *Zetzsche*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 131 (157 Rn. 385 ff.).

<sup>752</sup> Wobei sich hierdurch auch Sanierungsmöglichkeiten abgeschnitten werden, *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 185 f.

<sup>753</sup> Bspw. das Risikomanagement, *Kort*, AG 2013, 582 (583); vielfach auf die VO (EU) Nr. 231/2013 verwiesen, die dadurch einen großen Stellenwert für die Konkretisierung der Normen des Kapitalanlagegesetzbuchs hat, näheres hierzu *Kort/Lehmann*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 197 (209 ff. Rn. 525 ff.).

ist<sup>754</sup>: So müssen sie mit einem Mindestkapital in Höhe von EUR 125.000,00 bzw. EUR 300.000,00 ausgestattet werden, je nachdem, ob es sich um eine interne oder externe Kapitalverwaltungsgesellschaft handelt (§ 25 KAGB)<sup>755</sup>. Daneben sind ggf. zusätzliche Eigenmittel vorzuweisen. Bei ihrer Tätigkeit sind die Kapitalverwaltungsgesellschaften dem Anlegerinteresse verpflichtet (§ 26 KAGB)<sup>756</sup>. Das Fondsmanagement hat mit der gebotenen Sachkenntnis und im besten Interesse des von ihm verwalteten Investmentvermögens zu agieren. Im Rahmen des angemessenen Risikomanagementsystems, über das jede Kapitalverwaltungsgesellschaft als Teil ihrer Compliance zu verfügen hat<sup>757</sup>, § 28 KAGB<sup>758</sup>, unterliegt das Fondsmanagement einem dauerhaften Risikocontrolling<sup>759</sup>. Diese Funktion ist von den operativen Bereichen hierarchisch und funktionell unabhängig zu halten (Funktionstrennung)<sup>760</sup>, § 29 KAGB. Zum Risikomanagement gehören unter anderem die Implementierung effizienter Risikomanagement-Richtlinien, die Sicherstellung der Vereinbarkeit des Risikoprofils des AIF mit den vereinbarten Risikogrenzen, die Überwachung der Risikogrenzen und die regelmäßige Berichterstattung<sup>761</sup>. Auch müssen Vergütungssysteme festgelegt werden, die mit einem soliden und wirksamen Risikomanagementsystem vereinbar und diesem förderlich sind und vor allem keine Anreize zur Eingehung von Risiken setzen, die nicht mit dem Risikoprofil und den Anlagebedingungen der von ihnen verwalteten Investmentvermögen vereinbar sind (§ 37 KAGB i.V.m. Anhang II der AIFM-RL)<sup>762</sup>. Die nun auch für geschlossene AIF einzurichtende Verwahrstelle (§§ 80 ff. KAGB, auch i.V.m. Art. 85 ff. VO (EU) Nr. 231/2013<sup>763</sup>) übernimmt gegenüber dem Fondsmanagement diverse Kontrollfunktionen<sup>764</sup>, auch hinsichtlich der vom Fondsverwalter getroffenen Anlageentscheidungen.

---

<sup>754</sup> *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 203 ff.; *Melvan*, ZfgK 2012, 807 (808).

<sup>755</sup> *Escher*, in: Habersack/Mülbert/Nobbe/Wittig, Bankenregulierung, Insolvenzrecht, Kapitalanlagegesetzbuch, Honorarberatung, S. 123 (149); *Poelzig/Volmer*, DNotZ 2014, 483 (491).

<sup>756</sup> *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 209.

<sup>757</sup> *Kort*, AG 2013, 582 (582); *ders./Lehmann*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 197 (206 ff. Rn. 515 ff.).

<sup>758</sup> § 28 KAGB stellt eine Art „Compliance-Generalklausel“ dar, *Kort/Lehmann*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 197 (200 Rn. 487).

<sup>759</sup> *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 211.

<sup>760</sup> Vgl. *Josek*, in: Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann, AIFM-RL, Art. 15 Rn. 152 ff.

<sup>761</sup> *Josek*, in: Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann, AIFM-RL, Art. 15 Rn. 140 ff.; im Detail zu Risikomanagement und Compliance nach dem KAGB, *Kort*, AG 2013, 582 sowie *ders./Lehmann*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 197 (197 ff. Rn. 479 ff.).

<sup>762</sup> *Klebeck/Kolbe*, BB 2014, 707 (713); vgl. auch *Zetzsche/Eckner*, in: Zetzsche, AIFMD, S. 265 (306 ff.); ausführlich zu den Vergütungsregelungen für AIFM *Insam/Heisterhagen/Hinrichs*, DStR 2014, 913.

<sup>763</sup> Delegierte Verordnung (EU) Nr. 231/2013 der Kommission v. 19.12.2012 zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Ausnahmen, die Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit, Verwahrstellen, Hebelfinanzierung, Transparenz und Beaufsichtigung, Abl. L 83 v. 22.03.2013, S. 1 ff.

<sup>764</sup> *Wollenhaupt/Beck*, DB 2013, 1950 (1957); *Koch*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 111 (119 Rn. 280); *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 223; *Servatius*, ZfIR 2014, 134 (138); *Kobabe*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 331 (352 Rn. 1016 ff.).

Die Unterwerfung des Fondsmanagements unter Organisations- und Risikomanagementregeln führt zu einer Verringerung von Missständen aus der Vergangenheit. Durch regelmäßiges Controlling können Risiken, die während der Laufzeit des AIF ersichtlich werden, erkannt und eingedämmt werden. Der Ansatz, die rechtliche Gestaltungsmacht des Fondsverwalters einzuschränken, kann grundsätzlich als Mittel zur Sicherung der Willensbetätigung von Kleinanlegern beitragen<sup>765</sup>. Das in vielen Bereichen eingeführte Mehraugenprinzip intensiviert die Schutzmechanismen<sup>766</sup>. Die durch die Verwahrstelle vorgegebene Kontrolle kann dazu beitragen, die Anleger vor betrügerischen Gestaltungen und der Eingehung zu hoher Risiken durch das Fondsmanagement zu schützen, indem z.B. Fehlentwicklungen und Missbräuche früher erkannt werden<sup>767</sup>. Durch die Vergütungsregulierung des Fondsmanagements soll ein nachhaltiges Anlageverhalten gesichert werden<sup>768</sup>. Beispielsweise die obligatorische Mindestkapitalausstattung erhöht die Markteintrittsbarrieren<sup>769</sup> und dient zusätzlicher Sicherheit auch der Anleger<sup>770</sup>. Vorschriften, die die personelle Struktur des Managements und der bei der Kapitalverwaltungsgesellschaft tätigen Mitarbeiter betreffen, sollen dazu dienen, dass die Anlegergelder mit entsprechender Kenntnis verwaltet und investiert werden.

So sinnvoll viele dieser Regelungen sind, so wenig helfen sie jedoch, wenn es um die spezifischen Risiken von Black Blind Pools bei Publikums-AIF geht. Der Ansatz, die Gestaltungsmacht von Fondsverwaltern einzudämmen, kann nicht greifen, wenn einem Produkt eine umfassende und uneingeschränkte Gestaltungsmacht wie bei Black Blind Pools gerade immanent ist. Kontrollverfahren, die gewährleisten sollen, dass das von der Kapitalverwaltungsgesellschaft verwaltete Vermögen in Übereinstimmung mit den Anlagebedingungen angelegt wird, (§ 28 Abs. 1 S. 2 Nr. 7 KAGB) können ihre Funktion nur sehr begrenzt erfüllen, wenn die Strategien und die Kriterien für die Ermessenseinschränkung des Fondsmanagements derart weit gehalten sind, dass es an einem Messbarkeitskriterium fehlt. Umfangreiche Due Diligences, auch interne Richtlinien, die sicherstellen sollen, dass das Investment mit der Investmentstrategie und den Anlagezielen des AIF in Einklang steht,<sup>771</sup> erfüllen nur begrenzt ihren Zweck, wenn keine Strategien, an denen die Investitionen gemessen werden könnten, im Detail festgelegt sind. Ähnliches gilt für die Erfassung, Messung, Steuerung und Überwachung der für die jeweiligen Anlagestrategien wesentlichen Risiken der Investmentvermögen. Wesentliche AIF-spezifische Risiken sind Teil der Risikomanagement-Richtlinien bzw. des Risikomanagement-Systems<sup>772</sup>. Auch die Zulassungskriterien, die die fachliche Eignung des Fondsmanagements betreffen, erfüllen ihre Funktion nur,

---

<sup>765</sup> Vgl. *Zetzsche*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 131 (136 Rn. 324).

<sup>766</sup> *Möllers/Seidenschwann*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 1 (7 Rn. 12).

<sup>767</sup> *Servatius*, ZfIR 2014, 134 (138).

<sup>768</sup> *Klebeck/Kolbe*, BB 2014, 707 (713).

<sup>769</sup> *Grünke*, Die Bank 2014, 58 (58).

<sup>770</sup> Gleichzeitig können die mit hohen Kosten verbundenen Eigenmittelanforderung und die Einrichtung eines Risiko-Liquiditätsmanagements auch dazu führen, dass Anleger per se vor einer Investition zurückschrecken, weil sie nicht bereit sind, diese Kosten zu tragen, vgl. *Jäger*, in: Renz/Jäger/Maas, Compliance für geschlossene Fonds, S. 1 (17).

<sup>771</sup> *Josek*, in: Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann, AIFM-RL, Art. 15 Rn. 296 ff., insb. 303 f.

<sup>772</sup> *Josek*, in: Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann, AIFM-RL, Art. 15 Rn. 184.

wenn klar ist, in Bezug worauf entsprechende Fähigkeit und Erfahrungen vorliegen müssen. Dass auch mit den Vergütungssystemen keine Anreize zur Eingehung von Risiken, die mit den Anlagebedingungen nicht vereinbar sind, geschaffen werden sollen, kann ebenfalls kaum überprüft werden, wenn die Anlagebedingungen jeglichen Spielraum lassen – eine Unvereinbarkeit also schwer festgestellt werden kann. Je weniger Kriterien festgelegt sind, je weiter die Ermessensspielräume sind, desto schwieriger sind Maßnahmen der Überwachung.

Die letztgenannten Aspekte können Gültigkeit beanspruchen unabhängig davon, ob es sich um offene oder geschlossene, um Spezial- oder Publikums-AIF handelt. Insofern sind dies keine spezifisch bei geschlossenen Publikums-AIF in Form von Blind Pools auftretenden Risiken. Je nach Ausgestaltung des AIF müssen jedoch unterschiedlich starke Risiken durch Regulierung ausbalanciert werden. Viele der Mechanismen der Verwalterregulierung greifen erst während der Laufzeit eines AIF ein. Dies ist zumindest bei Black Blind Pools von geringerem Nutzen, wenn nicht klar festgelegt ist, woran sich das Controlling zu orientieren hat. Bei Black Blind Pools, die als geschlossene Publikums-AIF aufgelegt werden, müsste eine Verwalterregulierung wesentlich mehr Risiken ausbalancieren, weil bei einer Gesamtbetrachtung an Schutzmechanismen die jederzeitige Lösungsmöglichkeit nicht in dem Maße wie bei offenen AIF möglich ist und zum anderen nicht wie bei Spezial-AIF gewisse Ungleichgewichte an nicht vollkommen ausgleichbaren Risiken in Kauf genommen werden sollen.

### **(c) Reine Vertriebsregulierung**

Bereits das Verkaufsprospektgesetz und das Vermögensanlagegesetz forderten aus Transparenz- und Anlegerschutzgründen eine Offenlegung und Beschreibung der Anlageobjekte, in die der Fonds investieren sollte. Diese Regelungswerke wählten eine rein vertriebsrechtliche Lösung, in dem diese Angabepflichten nur in den Verkaufsprospekt und in das Vermögensanlagen-Informationsblatt aufzunehmen waren (sofern denn überhaupt eine Prospektpflicht bestand). Diese Anforderungen führten faktisch dazu, dass Black Blind Pools an ein Kleinanlegerpublikum nicht über ein öffentliches Angebot vertrieben werden konnten. Dieses faktische Verbot hätte durch ähnliche vertriebsrechtliche Regularien auch im Kapitalanlagegesetzbuch fortgeführt werden können. Allerdings wäre eine effektive Durchsetzung der Regelungen durch die BaFin nötig, um die bezweckten Schutzwirkungen erreichen zu können. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass die Praxis in Bezug auf die vertriebsrechtlichen Anforderungen sehr großzügig agiert hat, indem sie sich mit Negativtestaten und Risikohinweisen beholfen und so einen Vertrieb von Blind Pools auch an Kleinanleger zugelassen hat. Eine vertriebsrechtliche Lösung hätte daher jedenfalls mit einer strengeren Kontrolle und Durchsetzung der Anforderungen flankiert werden müssen. Es ist sehr fraglich, ob ein disziplinierter Umgang tatsächlich zu erreichen wäre – es mangelt in einer von der Praxis geprägten Fondsbranche vor allem an dies durchsetzenden Interessengruppen.

### **(2) Verhältnismäßigkeit**

Der Transparenz und Aufklärung hinsichtlich der Vermögensgegenstände, in die der AIF investieren wird, misst auch der Gesetzgeber eine hervorgehobene Bedeutung bei. Das Investitionsobjekt bildet die

maßgebliche Grundlage zur Beurteilung eines geschlossenen AIF<sup>773</sup>. Anhand des Anlageobjekts kann beurteilt werden, womit der AIF wirtschaften soll, wie sich seine Aussichten hinsichtlich der Entwicklung und Werthaltigkeit darstellen<sup>774</sup>. An die Wahl des Investitionsobjekts knüpfen auch diverse weitere Informationen, die für die Entscheidung des Anlegers wesentlich sind (z.B. Risiken, Kosten)<sup>775</sup>. Dem potentiellen Anleger soll ermöglicht werden, durch eine umfassende Informationsbasis eine eigenverantwortliche Entscheidung treffen zu können<sup>776</sup>.

Aus den Missständen der Vergangenheit musste allerdings das Fazit gezogen hat, dass eine Entscheidungsfindung auf der Basis aller für die Bewertung eines AIF erforderlichen Informationen bei Black Blind Pools per se nicht möglich ist. Dadurch ist Transparenz als Regulierungsinstrument des Anlegerschutzes<sup>777</sup> bei derartigen Modellen nicht möglich<sup>778</sup> und kann auch nicht als effizientes Mittel zum Anlegerschutz eingesetzt werden. Um dem Missstand mangelnder Information entgegenzuwirken, helfen weder gesellschaftsrechtliche Regelungen noch scharfe Vorschriften, die sich an die Fondsmanager richten. Die bislang vorherrschende Vertriebsregulierung ist zwar zu begrüßen, stellt aber nur die weniger Erfolg versprechende Maßnahme zur Stärkung des Anlegerschutzes dar<sup>779</sup>. Die Entscheidung für eine Kombination aus Verwalter- und Vertriebsregulierung gepaart mit Regelungen zu gesellschaftsrechtlichen Sonderstatut für Publikums-AIF ist daher auch negativ ausgefallen. Der nationale Gesetzgeber hat sich bei seiner Umsetzung im Kapitalanlagegesetzbuch paternalistisch für eine teilweise Produktregulierung von Blind Pools entschieden.

Zwar kann auch ein Produktverbot nicht die mangelnde Transparenz bei Black Blind Pools ausgleichen – der Ansatz ist aber ein anderer: Ziel ist es, eine eigenverantwortliche informationsbasierte Anlageentscheidung bei Publikums-AIF herbeizuführen<sup>780</sup>. Vorliegend ist es zu der Entscheidung gekommen, dass wenn eine derartige freie Anlageentscheidung nicht möglich ist, die Option zu investieren vollkommen verwehrt wird. Es geht dabei nicht darum, den Anleger vor dem Verlust seiner Einlage zu bewahren – dieses Risiko hat er grundsätzlich selbst zu tragen<sup>781</sup>. Er soll aber davor geschützt werden, ohne ausreichende Grundlage eine Entscheidung zu treffen, die ihn langfristig an ein Investment bindet.

---

<sup>773</sup> Siehe hierzu die Darstellung hinsichtlich geschlossener Fonds nach dem Verkaufsprospektgesetz, 2. Teil BII1b)(3).

<sup>774</sup> Vgl. *Keunecke*, Prospekte im Kapitalmarkt, Rn. 585, S. 310, Rn. 622, S. 331; *Voß*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 25.

<sup>775</sup> Vgl. auch *Veltmann*, Instrumente des Anlegerschutzes im Investmentrecht, S. 92.

<sup>776</sup> Vgl. *Zwissler*, in: *Habersack/Mülbert/Schlit*, HB Kapitalmarktinformation, § 8 Rn. 3; vgl. *Brand*, jM 2014, 2 (2).

<sup>777</sup> Basierend auf einem marktrational-optimistisch geprägten Anlegerleitbild, das bis zur Finanzkrise weitgehend eingesetzt wurde, vgl. *Langenbacher*, ZHR 177, 679 (681 f.).

<sup>778</sup> Vgl. *Steinkopff*, in: *Renz/Jäger/Maas*, Compliance für geschlossene Fonds, S. 27 (32).

<sup>779</sup> *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 172.

<sup>780</sup> Vgl. auch 2. Teil BII1b)(1).

<sup>781</sup> Vgl. BGH, Urt. v. 31.03.2006 – XI ZR 63/05, WM 2006, 851 (852, juris Rn. 12).

Dementsprechend hat der Gesetzgeber dem Privat- und Kleinanlegerkreis auch die Möglichkeit, ohne tatsächliche Bewertungsmöglichkeit des AIF, stattdessen in dem klaren Wissen, dass mangels Investitionsobjekt entsprechende Bewertungsmöglichkeiten und konkrete Risikoeinschätzungen nicht möglich sind,<sup>782</sup> nicht (weiter) eröffnen wollen und entfernte sie aus dem Spektrum möglicher Investitionen. Die Aufklärung darüber, dass bestimmte Informationen fehlen, ist nicht gleichwertig mit der tatsächlichen inhaltlichen Information über Umstände, die das Investment maßgeblich beeinträchtigen.

Mit dieser regulatorischen Entscheidung eines Produktverbots betont der Gesetzgeber die Bedeutung der eigenen informationsbasierten Entscheidung. Damit agiert er in einheitlicher Linie mit dem bislang vorherrschenden marktrational-optimistischen Anlegermodell, wonach die Aufklärung eine zentrale Stellung für den rational agierenden, informationssuchenden Anleger einnimmt<sup>783</sup>. Nur in dem begrenzten Bereich von Black Blind Pools und auch nur für Kleinanleger setzt er zum Schutz des Anlegers vor sich selbst darauf, den Anleger von vornherein von besonders risikobehafteten Produkten fernzuhalten<sup>784</sup>. Er hält aber die Bereiche offen, in denen an sich eine freie Entscheidung aufgrund ausreichender Informationsbasis möglich erscheint.

Zu diesem Ergebnis mag eine Gesamtschau mehrerer spezifischer Umstände bei Blind Pools geführt haben: Fehlende Entscheidungsfreiheit aufgrund mangelnder Aufklärung, eine geschlossenen AIF immanente langfristige Bindung an das Investment, bei geringen Investitionssummen kaum vorhandene Einflussmöglichkeiten auf das Fondsmanagement und geringere Erfahrungen und Kenntnisse im Umgang mit derartigen Anlagen als bei professionellen oder semiprofessionellen Anlegern<sup>785</sup>.

Sofern Kleinanleger investieren, ist regelmäßig das Interesse dieser Anleger an der laufenden Tätigkeit des Fondsmanagements im Detail und auch ihre Möglichkeiten, die genauen Tätigkeiten zu überwachen um einiges geringer als bei Anlegern, die eine wesentlich höhere Investition tätigen und ganz andere Kenntnisse haben<sup>786</sup> – insofern ist die Verwalterregulierung für Kleinanleger weniger ausgleichend. Zudem hat die Vergangenheit gezeigt, dass mit einer reinen Vertriebsregulierung nur eine geringe disziplinierende Wirkung für den Fondsmanager ausgeht, da die Haftung für Prospektfehler regelmäßig nicht ihn traf, sondern die Distributionswege wie Banken und Anlagevermittler<sup>787</sup>.

---

<sup>782</sup> In früheren Verkaufsprospekten wurden oftmals unter Hinweis auf die Blind Pool-Struktur diverse an sich erforderliche Angaben nicht getätigt und der Prospekt von der BaFin trotzdem gebilligt.

<sup>783</sup> Vgl. *Langenbacher*, ZHR 177, 679 (687).

<sup>784</sup> Der möglicherweise aufkommende Einwand, dass so Fondsstrukturen unterbunden würden, ggf. sogar ein Fondssegment vernichtet würde – wie in ähnlichem Zusammenhang bereits zum Verkaufsprospektgesetz vorgebracht – hat keine Grundlage: Es wird lediglich die Verfügbarkeit einer bestimmten Art von Fondskonzeption bei einer bestimmten, auf der Anlagedauer basierenden Konzeption einem bestimmten Anlegerpublikum nicht zugänglich gemacht (siehe hierzu ausführlich 2. Teil BII3d).

<sup>785</sup> Selbst wenn die Expertise bei hohen Investitionssummen nicht zwingend besser sein muss, so wird zumindest gute Beratung vermutet, vgl. *Zetzsche*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 131 (134 Rn. 320).

<sup>786</sup> *Zetzsche*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 131 (151 Rn. 366).

<sup>787</sup> Vgl. *Zetzsche*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 131 (149 Rn. 362).

Das Erfordernis der Notwendigkeit der Produktregulierung mag zudem dadurch bestärkt worden sein, dass der (sich zwar gut entwickelnde<sup>788</sup>) Zweitmarkt für geschlossene Fonds noch nicht als ausreichende Kompensation der Risiken angesehen wird<sup>789</sup>. Sofern die Lösung von der Investition als realistische Möglichkeit ohne zu große Abschläge erscheint, herrscht auch auf europäischer Ebene die Tendenz, einen geringeren Gehalt an konkreten Informationen zu akzeptieren. So genügt im Rahmen der Prospekterstellung für geschlossene Fonds, für die Wertpapiere emittiert und die dadurch der Prospektverordnung unterliegen, (Organismen für gemeinsame Anlagen des geschlossenen Typs) wiederum ein geringeres Maß an Information über die Investitionsobjekte<sup>790</sup>. Die Handelbarkeit wird hier als ausreichender Schutz angesehen. Möglicherweise wollte der Gesetzgeber auch vermeiden, dass über die Aufsichtspraxis Anlagemodelle, die er einem bestimmten Publikum verschließen möchte, doch auf dem Markt verfügbar sind, wie in der Vergangenheit trotz der prospektrechtlichen Anforderungen an die Information über die Anlageobjekte geschehen.

Der Schutz des Privat- und Kleinanlegers durch Produktregulierung mag auch durch den zunehmenden „information overload“ beeinflusst worden sein. Hiernach bestehen Zweifel, ob selbst ein durchschnittlicher rational denkender Anleger die ihm angebotene Masse an Informationen überhaupt noch für seine Entscheidungsfindung nutzen kann<sup>791</sup>. Dem Informationsüberfluss wird versucht, über kurze und vergleichbare Produktinformationsblätter entgegenzuwirken<sup>792</sup>. An manchen Stellen erreicht der informationsbasierte Anlegerschutz seine Grenzen<sup>793</sup>: Gerade eine Information, die vermeintlich konkrete Anlagekriterien für die Auswahl an Investitionsobjekten festlegt, bei genauerer Analyse jedoch faktisch keine Aussage trifft und somit dem Fondsmanagement einen erheblichen Ermessensspielraum überlässt, kann gerne in der Fülle an Informationen in vertriebsrechtlichen Dokumenten untergehen.

### **(3) Verfassungskonformität der Einschränkung**

Der Entscheidung, dass Publikums-AIF nicht als Black Blind Pools aufgelegt werden können, sind keine verfassungsrechtlichen Bedenken entgegenzusetzen. Die Verhinderung von Black Blind Pools trifft im Wesentlichen einerseits die Verwalter von Publikums-AIF, die diese vertreiben möchten, andererseits die Anleger, die in diese investieren möchten.

Für die Fondsmanager, die über eine Kapitalverwaltungsgesellschaft geschlossene Publikums-AIF vertreiben möchten, bedeutet der Umstand, dass sich der Gesetzgeber gegen ein reines Blind Pooling

---

<sup>788</sup> *Mardini*, DB0670812 v. 26.09.2014; *Ledermann/Marxsen*, in: *Renz/Jäger/Maas*, Compliance für geschlossene Fonds, S. 165 (168).

<sup>789</sup> Umsätze auf dem Zweitmarkt für Anteile an geschlossenen Fonds haben zwar in den vergangenen Jahren zugenommen haben, es ist jedoch nach wie vor nur eine im Vergleich geringe Liquidität auf den Zweitmarkt für geschlossene Fonds festzustellen, vgl. *Voß*, BKR 2007, 45 (50). Zur neueren Entwicklung des Zweitmarkthandels, *Ledermann/Marxsen*, in: *Renz/Jäger/Maas*, Compliance für geschlossene Fonds, S. 165 (165 ff.).

<sup>790</sup> Vgl. Art. 18 i.V.m. Anhang I und XV Prospekt-VO.

<sup>791</sup> Vgl. *Jäger/Maas/Renz*, CCZ 2014, 63 (66); vgl. *Möllers/Poppeler*, ZGR 2013, 437 (458, 460).

<sup>792</sup> Vgl. *Koch*, BKR 2012, 485 (488).

<sup>793</sup> *Koch*, BKR 2012, 485 (485); noch allgemeiner *Möllers/Poppeler*, ZGR 2013, 437 (460); *Brand*, jM 2014, 2 (2).

ausgesprochen hat, einen gerechtfertigten Eingriff in Art. 12 Abs. 1 GG<sup>794</sup> bzw. Art. 2 Abs. 1 GG<sup>795</sup> (bei nur gelegentlicher Betätigung). Die Verhinderung der Auflegung eines Black Blind Pools greift mittelbar in die Berufsausübung der Fondsmanager ein. Gegenstand der Regelung ist zwar nicht die berufliche Tätigkeit selbst. Ein enger Zusammenhang i.S.e. deutlich berufsregelnden Tendenz ist aber erkennbar. Der Eingriff ist aber durch das Kapitalanlagegesetzbuch als formelles Gesetz i.S.v. Art. 12 Abs. 1 S. 2 GG gerechtfertigt. Eine Rechtfertigung ist möglich, sofern vernünftige Gründe des Allgemeinwohls die Einschränkung als zweckmäßig erscheinen lassen und sie auch im Übrigen verhältnismäßig ist<sup>796</sup>. Bezweckt wird mit der Einschränkung der Schutz von nicht professionellen bzw. nicht semiprofessionellen Anlegern<sup>797</sup>. Bei der Verfolgung wirtschafts-, arbeitsmarkt- und sozialpolitischer Ziele ist der Gesetzgeber besonders frei<sup>798</sup>. Da sich die Anleger eines geschlossenen Publikums-AIF in der Regel langfristig binden, soll durch eine vorherige Festlegung des Fondsmanagements, welche Vermögensgegenstände tatsächlich für den AIF beschafft werden, klar sein, in welche Assets der AIF investieren wird. So wird verstärkt, dass der Anleger sich über den AIF, in den er investiert, ein fundiertes Bild machen kann. Es ist erkennbar, dass der Gesetzgeber die Angaben, die die Anlageobjekte zumindest hinreichend bestimmt machen, zu den Mindestangaben zählt, die für Publikums-Anleger erforderlich sind, damit sie sich über die ihnen angebotene Anlage ein begründetes Urteil bilden können. Die Einschränkung ist auch im Übrigen verhältnismäßig. Blind Pools sind grundsätzlich nach dem Kapitalanlagegesetzbuch zulässig. Es sollen nur reine bzw. Black Blind Pools verhindert werden, bei denen jegliche Eingrenzung im Hinblick auf die Anlageobjekte fehlt. Die Eingrenzung, die getätigt werden soll, lässt genügend Spielraum, da nur eine leichte Eingrenzung auf bestimmte Asset-Pools erfolgen muss, nicht aber bereits eine Festlegung auf ein konkretes Anlageobjekt. Zudem ist eine solche Einschränkung nur bei einem Vertrieb über Publikums-AIF gegeben. Hinsichtlich AIF, die an professionelle bzw. semiprofessionelle Anleger vertrieben werden, ist ein entsprechender Wille des Gesetzgebers nicht festgehalten worden<sup>799</sup>. Fondsmanager können Black Blind Pools somit noch auflegen und an ein breites Publikum vertreiben, sodass die Beschränkung nur einen Teilbereich des Vertriebs betrifft und den Vertrieb von Black Blind Pools noch nicht einmal generell für geschlossene AIF verbietet.

Daneben werden (Klein-) Anleger mit der Produktregulierung von Black Blind Pools in ihrer Vertragsfreiheit und allgemeinen Handlungsfreiheit<sup>800</sup> gemäß Art. 2 Abs. 1 S. 1 GG eingeschränkt. Auch dieser

---

<sup>794</sup> Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland in der im Bundesgesetzblatt Teil III, Gliederungsnummer 100-1, veröffentlichten bereinigten Fassung, das zuletzt durch Art. 1 des Gesetzes zur Änderung des Grundgesetzes (Artikel 93) v. 11.07.2012, BGBl. I (Nr. 32) v. 16.07.2012, S. 1478, geändert worden ist.

<sup>795</sup> Vgl. hierzu Scholz, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 12 Rn. 1 ff. (EL 47 06/2006); Ruffert, in: Beck'scher Online-Kommentar GG, Art. 12 Rn. 1 ff.

<sup>796</sup> Scholz, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 12 Rn. 107 (EL 47 06/2006).

<sup>797</sup> Die Einschränkung wird nur bei geschlossenen Publikums-AIF vorgenommen, vgl. RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 272, 286.

<sup>798</sup> BVerfG, Beschl. v. 06.10.1987, 1 BvR 1086/82, 1 BvR 1468/82, 1 BvR 1623/82, juris Rn. 75.

<sup>799</sup> Die Einschränkung wird nur bei geschlossenen Publikums-AIF vorgenommen, vgl. RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 272, 286.

<sup>800</sup> Hierzu Lang, in: Beck'scher Online-Kommentar GG, Art. 2 Rn. 1 ff.; Di Fabio, in: Maunz/Dürig, GG, Art. 2 Rn. 1 ff. (EL 39 07/2001).

Eingriff ist gerechtfertigt. Die Eingriffsgrundlage verfolgt den legitimen Zweck, Privatanleger zu schützen. Da sich Anleger geschlossener AIF in der Regel langfristig binden, ist eine Information über die Vermögensgegenstände, die tatsächlich für den AIF beschafft werden, erforderlich. Hier hinter steht der Gedanke, dass der durchschnittliche Privatanleger nicht in dem Ausmaß über Kenntnisse und Erfahrungen verfügt wie dies bei professionellen bzw. semiprofessionellen Anlegern der Fall ist und er sich ohne derartige Informationen kein umfassendes Bild von der angebotenen Vermögensanlage machen kann. Die Beschränkung der Investition in reine Blind Pools für Kleinanleger ist auch im engeren Sinne verhältnismäßig. Einerseits ist die Beschränkung nur unwesentlich, da die Investition in Blind Pools nicht gänzlich untersagt wird, sondern nur in der Variante, dass keinerlei Eingrenzung im Hinblick auf die Vermögensgegenstände, in die investiert werden soll, vorgenommen wird, verhindert werden soll. Andererseits steht der Weg grundsätzlich offen, auch in Black Blind Pools zu investieren. Dieser Weg ist eröffnet entweder über die grundsätzliche Möglichkeit, als professioneller oder semiprofessioneller Anleger qualifiziert zu werden. Daneben besteht aber auch die Möglichkeit, über die Investition in geschlossene AIF, deren verwaltete Vermögensgegenstände einschließlich des Einsatzes von Leverage den Wert von 5 Mio. Euro nicht überschreiten und die von nicht mehr als fünf natürlichen Personen gehalten werden (§ 2 Abs. 4a S. 1 KAGB), zumindest in die weichen Formen von Blind Pools zu investieren<sup>801</sup>. Denn diese AIF unterliegen nur eingeschränkt den Regelungen des Kapitalanlagegesetzbuchs. Nicht anwendbar sind unter anderem die Normen zu den Anlagebedingungen, womit derartige AIF nicht der Einschränkung, dass reines Blind Pooling nicht möglich ist, unterliegen.

#### **(4) Richtlinienkonforme Umsetzung der AIFM-Richtlinie**

Auch aus europarechtlicher Sicht bestehen im Hinblick auf ein Verbot von Black Blind Pools bei einem Vertrieb an Privatanleger keinerlei Bedenken. Die Beteiligung an AIF überhaupt einem Kleinanlegerpublikum zu öffnen ist dem nationalen Gesetzgeber überlassen worden (Öffnungsklausel des Art. 43 Abs. 1 KAGB)<sup>802</sup>. Europarechtlich sind in der AIFM-Richtlinie hierfür keine Regelungen aufgenommen und ist dieser Bereich nicht harmonisiert worden. Sofern die nationalen Gesetzgeber von der Möglichkeit, Regelungen auch für Kleinanleger zu gestalten, Gebrauch gemacht haben, konnten sie strengere Vorschriften als von der Richtlinie für professionelle Anleger vorgesehen, erlassen<sup>803</sup>. In den meisten anderen europäischen Ländern ist der Vertrieb an Kleinanleger gar nicht zugelassen<sup>804</sup>, sodass die Regelungen in Deutschland sogar relativ freizügig sind. Auch Produktregelungen für die AIF erfolgen weiterhin auf nationaler Ebene und wurden ebenfalls nicht von der AIFM-RL harmonisiert<sup>805</sup>. Durch den

---

<sup>801</sup> Siehe hierzu unten 4. Teil CII.

<sup>802</sup> *Loff/Klebeck*, BKR 2012, 353 (356 f.).

<sup>803</sup> Erwägungsgrund Nr. 71 AIFM-RL, Abl. L 174 v. 01.07.2011, S. 10 f.; *Weiser/Jang*, BB 2011, 1219 (1224); *Loff/Klebeck*, BKR 2012, 353 (357).

<sup>804</sup> Der Vertrieb geschlossener Fonds an Privatanleger ist in der Europäischen Union nur in Deutschland, Österreich und den Niederlanden erlaubt, Verbraucherzentrale Bundesverband (vzbv), Mangelnder Verbraucherschutz bei Vermögensanlagen – Forderungspapier des Verbraucherzentrale Bundesverbands (vzbv) v. 21.05.2013, S. 2; *Nölke*, Immobilien & Finanzierung 04/2012, 122 (122 f.); *Haimann*, FTD v. 22.11.2011, S. 118.

<sup>805</sup> Erwägungsgrund Nr. 10 AIFM-RL, Abl. L 174 v. 01.07.2011, S. 2; *Zetzsche*, ZVglRWiss 2012, 371 (384); *ders./Preiner*, WM 2013, 2101 (2101 f.); vgl. *Möllers*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 247 (248 Rn. 633).

nationalen Gesetzgeber erfolgte die Einschränkung, dass Black Blind Pools bei geschlossenen Publikums-AIF einem Produktverbot unterliegen. Die Regulierung im Bereich geschlossener Publikums-AIF nutzt die Spielräume, die die Richtlinie ausdrücklich einräumt<sup>806</sup> und stellt damit eine europarechtlich zulässige Form der Inländerdiskriminierung auf.

### 3. Prospekterstellung

Über den Regelungsbereich der AIFM-Richtlinie hinausgehend, muss aufgrund des erhöhten Schutzbedürfnisses von Privatanlegern auch weiterhin für geschlossene Publikums-AIF ein Verkaufsprospekt erstellt werden (§ 268 Abs. 1 S. 1 KAGB)<sup>807</sup>. Grundsätzlich ist der Prospekt nach § 269 KAGB zu erstellen. Eine Ausnahme besteht für den Fall, dass ein Prospekt nach dem Wertpapierprospektgesetz erstellt werden muss und in diesen Prospekt zusätzlich die Angaben nach § 269 KAGB aufgenommen werden<sup>808</sup>, § 268 Abs. 1 S. 3 KAGB<sup>809</sup>. Nach dem allgemeinen Prospektgrundsatz (§ 269 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 165 Abs. 1 KAGB) muss der Prospekt die Angaben enthalten, die erforderlich sind, damit sich die Anleger über die ihnen angebotene Anlage und insbesondere über die damit verbundenen Risiken ein begründetes Urteil bilden können. Der Prospekt muss redlich und eindeutig und darf nicht irreführend sein<sup>810</sup>.

Der Prospekt wird im Rahmen der Vertriebsanzeige gemäß § 316 KAGB durch die BaFin überprüft. Ausdrücklich ist der Prüfungsmaßstab nicht angesprochen. Der Maßstab dürfte dem des zuvor auf geschlossene Fonds anwendbaren Gesetzes entsprechen<sup>811</sup>: Nach dem Vermögensanlagegesetz umfasst der Prüfungsmaßstab der BaFin eine Sichtung nicht nur auf Vollständigkeit, sondern auch auf innere Widerspruchsfreiheit (Kohärenz) und Verständlichkeit des Prospekts, an deren Ende die Billigung des Prospekts steht<sup>812</sup>. Das bisherige Prospektbilligungsverfahren wird durch ein Vertriebsanzeigeverfahren ersetzt, § 316 KAGB<sup>813</sup>. Sobald die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft mit dem Vertrieb des AIF beginnen darf, hat sie eine aktuelle Fassung des Prospekts auf der Internetseite der Kapitalverwaltungsgesellschaft zugänglich zu machen (§ 268 Abs. 1 S. 2 KAGB). Der Prospekt ist dem Anleger gemäß

---

<sup>806</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 192.

<sup>807</sup> *Loff/Klebeck*, BKR 2012, 353 (358).

<sup>808</sup> Insofern beanspruchen die nachfolgenden Ausführungen Geltung auch für den Fall, dass ein Prospekt nach dem Wertpapierprospektgesetz erstellt werden muss. Allerdings ist die Praxisrelevanz bei geschlossenen Fonds gering, da die Anteile typischer geschlossener Fonds deutschrechtlicher Prägung gerade keine Wertpapiere darstellen, *Kind/Haag*, DStR 2010, 1526 (1527).

<sup>809</sup> Dies kommt im Falle der Auflegung des Fonds als Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital (§ 139 Alt. 1 KAGB) in Betracht. Da sich Aktiengesellschaften als Rechtsform für geschlossene Fonds bislang nicht etabliert haben, wird auf eine Darstellung der Prospektangaben, die nach dem Wertpapierprospektgesetz i.V.m. der Prospektverordnung aufgenommen werden müssen, verzichtet. Daneben sind die Angabepflichten gemäß § 269 KAGB detaillierter zu fassen, sodass die Problematik von Blind Pools hier virulenter ist.

<sup>810</sup> *Burgard/Heimann*, WM 2014, 821 (829).

<sup>811</sup> So auch *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 236.

<sup>812</sup> § 8 Abs. 1 S. 2 VermAnlG; RegBegr. FinAnlV- und VermAnlG, BT-Drs. 17/6051 v. 06.06.2011, S. 33; *Bußalb/Vogel*, WM 2012, 1416 (1419 f.).

<sup>813</sup> *Voigt/Busse*, BKR 2013, 184 (185); *Kobabe*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 331 (356 ff. Rn. 1033 ff.).

§ 297 Abs. 2 S. 2 KAGB vor Vertragsschluss, auch ungefragt, zur Verfügung zu stellen<sup>814</sup>. Gemäß § 297 Abs. 3 KAGB sind dem Prospekt die Anlagebedingungen, die Satzung bzw. der Gesellschaftsvertrag und ggf. der Treuhandvertrag beizufügen<sup>815</sup>.

Die inhaltlichen Anforderungen für den Prospekt eines geschlossenen Publikums-AIF orientieren sich an den Regelungen zu offenen Publikumsinvestmentvermögen (§ 269 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 165 KAGB)<sup>816</sup>. Um den Besonderheiten geschlossener AIF Rechnung zu tragen, sind weitere Anforderungen, die an die Vorgängerregelungen des Vermögensanlagengesetzes angelehnt sind, aufgenommen worden (§ 269 Abs. 2 und 3 KAGB)<sup>817</sup>. Bei diesen wurde inhaltlich auf die Regelungen der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung zurückgegriffen<sup>818</sup>. Die inhaltlichen Anforderungen sind nun nicht mehr in einer Verordnung zu finden, sondern wurden direkt in das Kapitalanlagegesetzbuch integriert<sup>819</sup>.

Die Prospektangaben, die einen grundsätzlichen Bezug zum Investitionsobjekt aufweisen, daher für Blind Pools ggf. problematisch abzubilden sind, werden im Folgenden im Hinblick auf die jeweiligen Anforderungen bei der Darstellung untersucht.

#### **a) Beschreibung der Anlagepolitik und -strategie sowie der Vermögensgegenstände**

Gemäß § 269 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 165 Abs. 2 Nr. 2 KAGB zählen zu den Mindestangaben, die im Verkaufsprospekt eines geschlossenen Publikums-AIF getätigt werden müssen unter anderem die folgenden: eine Beschreibung der Anlageziele des Investmentvermögens einschließlich der finanziellen Ziele und eine Beschreibung der Anlagepolitik und -strategie, einschließlich etwaiger Konkretisierungen und Beschränkungen bezüglich dieser Anlagepolitik und -strategie; eine Beschreibung der Art der Vermögensgegenstände, in die das Investmentvermögen investieren darf sowie die Angabe etwaiger Techniken und Instrumente, von denen bei der Verwaltung des Investmentvermögens Gebrauch gemacht werden kann und aller damit verbundenen Risiken, Interessenkonflikte und Auswirkungen auf die Wertentwicklung des Investmentvermögens; eine Beschreibung der wesentlichen Merkmale der für das Investmentvermögen erwerbaren Anteile oder Aktien an Investmentvermögen einschließlich der maßgeblichen Anlagegrundsätze und –grenzen und des Sitzes des Zielinvestmentvermögens.

§ 269 Abs. 1 KAGB verweist in Bezug auf den Mindestinhalt der Verkaufsprospekte weitgehend auf die entsprechende Vorschrift für offene Publikumsinvestmentvermögen<sup>820</sup>. § 165 Abs. 2 Nr. 2 KAGB entspricht § 42 Abs. 1 S. 3 Nr. 14 InvG<sup>821</sup>, wobei Anpassungen an Art. 23 AIFM-RL und an den Bericht der

---

<sup>814</sup> *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89 (98); *Loff/Klebeck*, BKR 2012, 353 (359).

<sup>815</sup> *Röh*, AssCompact 04/2013, 135 (135).

<sup>816</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 273.

<sup>817</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 273.

<sup>818</sup> *Silberberger*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 269 KAGB Rn. 1; *Zwissler*, in: *Habersack/Mülbert/Schlit*, HB Kapitalmarktinformation, § 8 Rn. 134.

<sup>819</sup> *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 235

<sup>820</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 273.

<sup>821</sup> Hierzu *Rozok*, in: *Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher*, InvG, § 42 Rn. 36.

Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde „Guidelines on ETFs and other UCITS issues“<sup>822</sup> vorgenommen wurden<sup>823</sup>.

Fraglich ist, welche Anforderungen an die Darstellung der Informationen des § 269 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 165 Abs. 2 Nr. 2 KAGB bei geschlossenen Publikums-AIF zu stellen sind.

### (1) Anlagepolitik und -strategie

Gemäß § 269 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 165 Abs. 2 Nr. 2 KAGB ist eine Beschreibung der Anlagepolitik und -strategie, einschließlich etwaiger Konkretisierungen und Beschränkungen bezüglich dieser Anlagepolitik und -strategie im Prospekt vorzunehmen. Für die potentiellen Anleger sind diese Angaben von zentraler Bedeutung<sup>824</sup>. § 165 Abs. 2 Nr. 2 KAGB geht bezüglich der Anforderung der Darstellung der Anlagepolitik und -strategie auf § 42 Abs. 1 S. 3 Nr. 14 InvG zurück<sup>825</sup>, wonach unter anderem die Anlagepolitik zu beschreiben war. Die Beschreibung der Anlageziele und Anlagepolitik sollte danach einem durchschnittlichen Anleger ein richtiges Gesamtbild von den Anlagegegenständen, ihren Risiken und Auswirkungen auf die finanzielle Beurteilung der Anlage vermitteln<sup>826</sup>. Die Anlagepolitik sollte beschreiben, wie die Anlageziele (die die wirtschaftliche Intention der Kapitalverwaltungsgesellschaft widerspiegeln, beispielsweise Kapitalwachstum, Kapitalerhalt oder die Erzielung stetiger Erträge<sup>827</sup>) verfolgt und erreicht werden sollten<sup>828</sup>. Hierzu waren z.B. die für die Einordnung des Fonds charakteristischen Instrumente sowie die Vermögensgegenstände anzugeben, die für die Erreichung der Ziele maßgeblich waren und einen erheblichen Einfluss auf die Wertentwicklung des Fonds haben konnten<sup>829</sup>. Auch im Bereich geschlossener Fonds waren bislang die Anlagepolitik und -strategie darzustellen<sup>830</sup>, also anzugeben, welche Konzepte zur Erreichung der Anlageziele eingesetzt werden sollten<sup>831</sup>. Eine weitere inhaltliche Ausfüllung des Begriffs der Anlagestrategie kann dem Auslegungsschreiben der BaFin zum Anwendungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuchs<sup>832</sup> sowie den Richtlinien der ESMA zu

---

<sup>822</sup> ESMA/2012/832EN v. 18.12.2012 (Leitlinien zu börsengehandelten Indexfonds (Exchange-Traded Funds, ETF) und anderen OGAW-Themen, ESMA/2012/832DE v. 18.12.2012).

<sup>823</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 255.

<sup>824</sup> *Silberberger*, in: Weitnauer/Boxberger/Anders, KAGB, § 269 KAGB Rn. 2 i.V.m. *Polifke*, in: Weitnauer/Boxberger/Anders, KAGB, § 165 KAGB Rn. 8.

<sup>825</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 255.

<sup>826</sup> Zur Anlagepolitik, die nach § 42 Abs. 1 S. 3 Nr. 14 InvG darzustellen war, *Schmitz*, in: Berger/Steck/Lübbehüsen, InvG, § 42 Rn. 17; BGH, Ur. v. 22.02.2005, XI ZR 359/03, juris Rn. 23.

<sup>827</sup> *Rozok*, in: Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher, InvG, § 42 Rn. 66 (zur Darstellung der Anlageziele im Rahmen der wAI); Erwägungsgrund Nr. 5 VO (EU) Nr. 583/2010, ABI. L 176 v. 10.07.2010, S. 1 f.

<sup>828</sup> *Rozok*, in: Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher, InvG, § 42 Rn. 36; vgl. auch Erwägungsgrund Nr. 5 VO (EU) Nr. 583/2010, ABI. L 176 v. 10.07.2010, S. 1 f.

<sup>829</sup> *Rozok*, in: Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher, InvG, § 42 Rn. 67 (zur Darstellung der Anlagepolitik im Rahmen der wAI).

<sup>830</sup> § 9 Abs. 1 VermVerkProspV (alte und neue Fassung).

<sup>831</sup> *Voß*, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 5. Es kann auf die Ausführungen im Rahmen der Prospekterstellung nach dem Verkaufsprospektgesetz bzw. dem Vermögensanlagegesetz verwiesen werden, siehe 2. Teil B3b).

<sup>832</sup> BaFin, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des "Investmentvermögens" v. 14.06.2013, zuletzt geändert am 10.12.2014.

den Schlüsselbegriffen der AIFM-Richtlinie<sup>833</sup> entnommen werden. Materiell kann im Rahmen der Anlagestrategie die Kategorie der Vermögensgegenstände, in die investiert wird, dargestellt werden, ob Beschränkungen bei der asset allocation oder dem Anteil des Leverage zu beachten sind, in welche bestimmten geographischen Regionen investiert wird, was für bestimmte Strategien verfolgt werden und ob bestimmte Haltefristen vorgegeben sind oder sonstige Vorgaben an die Risikodiversifikation bestehen<sup>834</sup>.

Die Begrifflichkeiten der Anlagestrategie und -politik unterscheiden sich inhaltlich nicht, da sie beide die Maßnahmen, die zur Erreichung der Ziele des Fonds ergriffen werden, darstellen<sup>835</sup>. Sie gehen auf den englischen Begriff der „investment policy“ zurück. „Policy“ hat sowohl die Bedeutung Politik als auch Strategie. In der deutschen Übersetzung der OGAW-Richtlinie<sup>836</sup> wurde der Begriff größtenteils mit Anlagepolitik übersetzt<sup>837</sup>, in der deutschen Übersetzung der AIFM-Richtlinie hingegen mit Anlagestrategie<sup>838</sup>. Maßgeblich ist also jedenfalls eine Darstellung der Investitionskriterien sowie der Instrumente, die für die Verfolgung der Anlageziele maßgeblich sind und die einen erheblichen Einfluss auf die Wertentwicklung des Fonds haben<sup>839</sup>.

Fraglich ist, wie konkret diese Darstellung der Investitionskriterien vorzunehmen ist. Insbesondere stellt sich die Frage, ob in diesem Rahmen das Fondsmanagement auch bereits konkret festlegen muss, welche Vermögensgegenstände tatsächlich für den AIF beschafft werden. Dies könnte in der Folge den Grad an zu fordernder Konkretetheit hinsichtlich der Darstellung der Investitionskriterien beeinflussen. Die Frage nach einer eventuellen einengenden Auslegung der Darstellung der Investitionskriterien stellt sich aufgrund folgender Erwägungen:

#### **(a) Vermögensgegenstände**

Unter Verweis auf die Anforderungen für den Prospekt von offenen Publikumsinvestmentvermögen soll auch im Prospekt eines geschlossenen Publikums-AIF eine Beschreibung der Art der Vermögensgegenstände, in die das Investmentvermögen investieren darf, vorgenommen werden (§ 269 Abs. 1 KAGB

---

<sup>833</sup> ESMA/2013/600 v. 24.05.2013.

<sup>834</sup> BaFin, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des "Investmentvermögens" v. 14.06.2013, zuletzt geändert am 10.12.2014, I. 5.; ESMA/2013/600 v. 24.05.2013, S. 33.

<sup>835</sup> Z.B. zur Anlagepolitik Voß, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 5; Rozok, in: Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher, InvG, § 43 Rn. 77; zur Anlagestrategie Bußalb/Unzicker, BKR 2012, 309 (311).

<sup>836</sup> Diese kann als Beispiel herangezogen werden, da ihre Umsetzung (mit entsprechender Übersetzung der Begrifflichkeit) im aufgehobenen Investmentgesetz erfolgte, dem in vielen Teilen die Regelungen im Kapitalanlagegesetzbuch für offene Fonds entsprechen und auf die auch hinsichtlich geschlossener Fonds vielfach verwiesen wird.

<sup>837</sup> Z.B. Anhang I Schema A Nr. 1.15. OGAW-RL, ABI. L 302 v. 17.11.2009, S. 84.

<sup>838</sup> Z.B. Art. 4 Abs. 1 lit. a Ziff. i AIFM-RL.

<sup>839</sup> Vgl. Rozok, in: Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher, InvG, § 42 Rn. 67 (zur Darstellung der Anlagepolitik im Rahmen der wAI); vgl. BaFin, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des "Investmentvermögens" v. 14.06.2013, zuletzt geändert am 10.12.2014, I. 5.; vgl. Maas, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 7.

i.V.m. § 165 Abs. 2 Nr. 2 KAGB). Im Rahmen der Anlagebedingungen offener Publikumsinvestmentvermögen ist die gleiche Information anzugeben: Gemäß § 162 Abs. 2 Nr. 1 KAGB müssen die Anlagebedingungen mindestens enthalten, nach welchen Grundsätzen die Auswahl der zu beschaffenden Vermögensgegenstände erfolgt, insbesondere welche Vermögensgegenstände in welchem Umfang erworben werden dürfen. Diese Angabepflicht ist bezüglich der Anlagebedingungen geschlossener Publikums-AIF modifiziert worden<sup>840</sup>: Gemäß § 266 Abs. 2 S. 2 KAGB ist die Angabepflicht zu offenen Publikumsinvestmentvermögen mit der Maßgabe anzuwenden, dass festgelegt werden muss, welche Vermögensgegenstände in welchem Umfang erworben *werden*. Durch die Streichung des Modalverbs „dürfen“ ist bei den Anlagebedingungen den Besonderheiten geschlossener Publikums-AIF Rechnung getragen worden.

Bei gleichem Wortlaut der Pflicht zur Angabe der Vermögensgegenstände jeweils in den Anlagebedingungen und dem Prospekt offener Publikumsinvestmentvermögen, ist die Angabepflicht für geschlossene Publikums-AIF nur bei den Anlagebedingungen modifiziert worden. Es stellt sich daher die Frage, ob nicht auch im Verkaufsprospekt anzugeben ist, welche Vermögensgegenstände in welchem Umfang erworben *werden* und nicht nur welche erworben werden *dürfen*.

#### **(i) Keine bewusste Nichtaufnahme einer Modifikation**

Gegen eine vergleichbare Modifizierung könnte sprechen, dass in § 269 Abs. 1 KAGB sehr wohl andere Modifizierungen in Bezug auf geschlossene Publikums-AIF vorgenommen worden sind und die Angabe zu den Vermögensgegenständen daher bewusst nicht anders als bei den Anforderungen für offene Publikumsinvestmentvermögen geregelt worden sein könnte. Es sprechen jedoch mehr Argumente gegen ein solch planmäßiges Vorgehen:

Die Modifizierung, die vorgenommen worden ist, betrifft nur einen formalen Aspekt (Verweise auf Normen geschlossener anstelle offener Investmentvermögen). Inhaltlich scheint eine genaue Betrachtung der Folgen der gesetzlichen Analogie auf die Angabepflichten für offene Investmentvermögen gar nicht vorgenommen worden zu sein bzw. hat eine solche keinen Niederschlag im Gesetz gefunden. Der Verweis des § 269 Abs. 1 KAGB erfolgt pauschal auf § 165 Abs. 2 Nr. 2 KAGB. Den Besonderheiten geschlossener Publikums-AIF ist bei der Anforderung, die Art der Vermögensgegenstände, in die das Investmentvermögen investieren darf, darzustellen, nicht Rechnung getragen worden, obwohl dies geboten war und der Gesetzgeber die Absicht hierzu auch geäußert hat<sup>841</sup>: Dies wird offensichtlich bei der Betrachtung der Herkunft des Wortlauts der Anforderung der Darstellung der potentiellen Vermögensgegenstände: Die in Rede stehende Angabepflicht für offene Publikumsinvestmentvermögen (§ 165 Abs. 2 Nr. 2 KAGB) entspricht im Wesentlichen § 42 Abs. 1 S. 3 Nr. 14 InvG<sup>842</sup>. Die konkrete Pflicht zur Beschreibung der Art der Vermögensgegenstände, in die das Investmentvermögen investieren darf,

---

<sup>840</sup> Unterschiede zwischen offenen und geschlossenen Fonds wurden dort vorgesehen, wo es sich aus dem jeweiligen Fondscharakter als notwendig erweist, vgl. RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 191.

<sup>841</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 273: „...wobei die Besonderheiten von geschlossenen Publikums-AIF zu berücksichtigen waren“.

<sup>842</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 255.

geht jedoch allein auf Art. 23 Abs. 1 lit. a AIFM-RL zurück<sup>843</sup>. Sie war vorher nicht in den Prospektanforderungen für einen offenen Fonds in § 42 InvG geregelt. Die Informationen, die Art. 23 AIFM-RL fordert, richten sich nach ihrer Konzeption aber an ein ganz anderes Publikum: Denn in Art. 23 AIFM-RL sind nur Informationspflichten über einen AIF, der an professionelle Anleger vertrieben wird, normiert<sup>844</sup>. Der Anlegerkreis der Norm, dem der Wortlaut für die Norm, die auf geschlossene Publikums-AIF entsprechende Anwendung finden soll, entnommen ist, ist also ein völlig anderer. Dass es genügt, gegenüber professionellen Anlegern nur darzulegen, in welche Vermögensgegenstände der AIF investieren darf, entspringt dem Gedanken, dass professionelle Anleger über ein erhöhtes Maß an Kenntnissen und Erfahrungen in Bezug auf Fonds verfügen und daher weniger schutzbedürftig sind<sup>845</sup>. Dieser Gedanke wird bei Kleinanlegern gerade nicht angewandt, sodass ihnen gegenüber ein erhöhtes Schutzniveau verfolgt werden muss.

Dass das grundsätzlich erhöhte Schutzbedürfnis von Kleinanlegern nicht bei offenen Publikumsinvestmentvermögen Niederschlag gefunden hat, dadurch dass dort im Prospekt keine konkrete Festlegung der zu erwerbenden Vermögensgegenstände gefordert wird, mag an der offeneren Konzeption dieser Investmentvermögen gegenüber geschlossenen AIF liegen. Offene AIF bieten zwingend die Möglichkeit zur Rückgabe der Anteile und es herrscht ein regulierter und vor allem liquider Zweitmarkt<sup>846</sup>. Es besteht also die Möglichkeit, sich von den Anteilen wieder zu lösen, sodass die Information über die Vermögensgegenstände, mit denen das Investmentvermögen wirtschaften soll, nicht zwangsläufig im Vordergrund steht. Mit einer Investition in geschlossene AIF binden sich die Anleger in der Regel hingegen langfristig, da entsprechende Möglichkeiten wie bei offenen AIF gerade nicht in dem Maße existieren<sup>847</sup>. Zumindest bedeuten Veräußerungen von geschlossenen Fondsbeteiligungen, dass regelmäßig hohe Abschläge in Kauf zu nehmen sind, was die tatsächliche Lösungsmöglichkeit wiederum entsprechend einschränkt. Dementsprechend ist hier ein erhöhtes Maß an Information über die zu erwerbenden Vermögensgegenstände, die den Fonds maßgeblich prägen, von wesentlich größerer Bedeutung.

## **(ii) Konsequenz der Produktregulierung**

Die Produktregulierung geschlossener Black Blind Pools führt dazu, dass eine zwingende Prospekterstellung auch nur für die zulässigen Formen von Blind Pools erfolgt. Kritisch stellen sich die Angaben im Prospekt bei Regulären Blind Pools dar, wenn diese zwar bereits hinreichend konkrete Angaben zu den Auswahlkriterien und Objekt pools tätigen können, also überhaupt zu einer Prospekterstellung kommen, ein konkretes Anlageobjekt jedoch noch nicht ausgewählt ist.

Im Rahmen der Prospektangaben geht es gerade um eine ausreichende Information der potentiellen Anleger. Das grundlegende Dokument, das den Anleger vor seiner Investitionsentscheidung informieren

---

<sup>843</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 255.

<sup>844</sup> Vgl. *Spindler/Tancredi*, WM 2011, 1441 (1442 f.).

<sup>845</sup> *Spindler/Tancredi*, WM 2011, 1393 (1396).

<sup>846</sup> *Van Kann/Redeker/Keiluweit*, DStR 2013, 1483 (1485); *Niewerth/Rybarz*, WM 2013, 1154 (1157); vgl. *Carlé*, ErbStB 2014, 233 (233).

<sup>847</sup> Vgl. *van Kann/Redeker/Keiluweit*, DStR 2013, 1483 (1485); *Bußalb/Unzicker*, BKR 2012, 309 (309).

soll, stellt der Verkaufsprospekt dar (bzw. in Kurzform die wesentlichen Anlegerinformationen)<sup>848</sup>. Diese ist für die Anlageentscheidung zudem wesentlicher als die Anlagebedingungen, da letztere regelmäßig erst nach der erfolgten Anlageentscheidung aufgrund des Prospekts und / oder der wesentlichen Anlagebedingungen zur Kenntnis genommen werden. Der Prospekt setzt damit zeitlich früher im Rahmen der Investitionsentscheidung des Anlegers an. Dem hinter der Produktregulierung von Black Blind Pools stehenden Gedanken der ausreichenden Information über die Vermögensgegenstände kann nur umfassend Rechnung getragen werden, wenn auch in dem maßgeblichen Informationsdokument die entsprechenden Angaben zu den Vermögensgegenständen enthalten sind. Insofern ist eine hinreichend bestimmte Darstellung der Investitionskriterien bereits im Prospekt für die Information des potentiellen Anlegers und seine auf diesen Informationen basierenden Anlageentscheidung beinahe wichtiger als die Darstellung in den Anlagebedingungen und muss entsprechend konkret wie im Rahmen der Anlagebedingungen in den Prospekt aufgenommen werden. Würde die bei den Anlagebedingungen vorgenommene Modifizierung nicht auch für die Prospekterstellung gelten, würde die inhaltliche Ausfüllung der Angabepflicht bei den Prospektanforderungen nicht in Einklang mit der Produktregulierung geschlossener AIF, die für Black Blind Pools erfolgt ist<sup>849</sup>, stehen bzw. stark dazu führen, dass der Zweck ins Leere liefe. Denn wenn der Prospekt das maßgebliche Verkaufsinformationsdokument darstellt, die anlegerschützende Information jedoch erst – in der Regel nachfolgend – in den Anlagebedingungen (wenn überhaupt) wahrgenommen wird, ist eine hinreichend konkrete Darstellung hier in gleichem Maße wichtig.

Dieses Ergebnis ist die Konsequenz einer nicht nur einzelnen Regulierungsvorgabe, sondern des allgemein hinter dem bei den Anlagebedingungen verorteten teilweisen Produktverbotes von Black Blind Pools. Insofern stellt die detaillierte Darstellung im Prospekt nur die Verlängerung an Information, die bereits über die Produktregulierung bei den zulässigen Formen von Blind Pools zwingend vorhanden sind, dar. Es ist dann nur konsequent, diese Informationen entsprechend konsistent überall dort, wo sie relevant und zur Kenntnis genommen werden können, aufzuführen. Auch im Rahmen des Prospekts ist die Darstellung daher derart hinreichend bestimmt vorzunehmen, wie sie bereits Voraussetzung ist, um zu den für Publikums-AIF zulässigen Formen von Blind Pools zu zählen.

Die Produktregulierung von Black Blind Pools führt auch dazu, dass die Umgehungsmöglichkeiten, die sich zu Zeiten der Geltung des Verkaufsprospektgesetzes und des Vermögensanlagengesetzes genutzt wurden, weiter eingedämmt werden. Aufgrund der Produktregulierung dürfte es zu Prospekterstellungen für Black Blind Pools gar nicht mehr kommen. Zudem spricht einiges dafür, dass der Möglichkeit, im Prospekt mit Negativtestaten zu arbeiten, eine Absage erteilt worden ist: In § 269 Abs. 3 S. 2 KAGB ist ein gesetzlich normierter Fall eines Negativtestats zu finden. Dem könnte entnommen werden, dass

---

<sup>848</sup> Vgl. *Loff/Klebeck*, BKR 2012, 353 (359); vgl. *Keunecke*, Prospekte im Kapitalmarkt, Rn. 1, S. 37; vgl. *Kind*, in: *Lüdicke/Arndt*, Geschlossene Fonds, A. V., S. 147.

<sup>849</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 272.

eine Wende dahingehend vorgenommen worden ist, dass ausschließlich gesetzlich normierte Negativtestate im Prospekt genutzt werden dürfen. Eine solche Deutung könnte es argumentativ für die Praxis noch schwieriger machen, Prospektanforderungen bewusst nicht zu entsprechen, indem mit offengelegten Nichtangaben gearbeitet würde.

#### **(b) Allgemeiner Prospektgrundsatz**

Dieses Ergebnis wird gestützt durch eigene prospektrechtliche Erwägungen in Bezug auf die Anforderungen, die an die Prospektangaben geschlossener Publikums-AIF zu stellen sind. Für geschlossene Publikums-AIF normiert das Kapitalanlagegesetzbuch keine eigene prospektrechtliche Generalklausel. § 269 Abs. 1 KAGB verweist auf die Norm für offene Publikumsinvestmentvermögen, wonach der Prospekt alle Angaben enthalten muss, die erforderlich sind, damit sich die Anleger über die ihnen angebotene Anlage und insbesondere über die damit verbundenen Risiken ein begründetes Urteil bilden können (§ 165 Abs. 1 KAGB). Der Prospekt muss zudem redlich und eindeutig und darf nicht irreführend sein<sup>850</sup>. § 165 Abs. 1 S. 1 KAGB entspricht § 42 Abs. 1 S. 2 InvG<sup>851</sup>. Die Anforderungen an den Inhalt des Verkaufsprospektes, die im Rahmen offener Publikumsinvestmentvermögen normiert worden ist, entsprechen inhaltlich denen, die nach dem Verkaufsprospektgesetz bzw. dem Vermögensanlagegesetz für geschlossene Fonds normiert waren<sup>852</sup>. Da der Verkaufsprospekt die wesentliche Entscheidungsgrundlage für den potentiellen Anleger bildet<sup>853</sup>, muss er die Angaben enthalten, die für einen durchschnittlichen, verständigen Anleger erheblich sind, also die zu den wertbildenden Faktoren der Anlage gehören<sup>854</sup>.

Um den Besonderheiten geschlossener Publikums-AIF Rechnung zu tragen, muss die Ausfüllung der prospektrechtlichen Generalklausel für diese AIF vor dem Hintergrund der Grundsätze, die in der Vergangenheit im Rahmen des Verkaufsprospektgesetzes und des Vermögensanlagegesetzes zur Prospekterstellung geschlossener Fonds entwickelt worden sind, erfolgen. Die Beachtung der prospektrechtlichen Grundsätze geschlossener Fonds zu den Vorgängergesetzen ist auch deswegen wichtig, da der Prospekt nach dem Verkaufsprospektgesetz und dem Vermögensanlagegesetz bereits strikter als nach dem Investmentgesetz, wonach die Veröffentlichung des Prospekts keinem aufsichtsrechtlichen

---

<sup>850</sup> Silberberger, in: Weitnauer/Boxberger/Anders, KAGB, § 269 KAGB Rn. 3; Polifke, in: Weitnauer/Boxberger/Anders, KAGB, § 165 KAGB Rn. 3, 5.

<sup>851</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 255.

<sup>852</sup> Gemäß § 8g Abs. 1 S. 1 VerkProspG bzw. § 7 Abs. 1 S. 1 VermAnlG musste der Prospekt alle tatsächlichen und rechtlichen Angaben enthalten, die notwendig sind, um dem Publikum eine *zutreffende Beurteilung* des Emittenten und der Vermögensanlagen zu ermöglichen. Gemäß § 165 Abs. 1 S. 1 KAGB muss der Prospekt die Angaben enthalten, die erforderlich sind, damit sich die Anleger über die ihnen angebotene Anlage und insbesondere über die damit verbundenen Risiken ein *begründetes Urteil* bilden können.

<sup>853</sup> Rozok, in: Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher, InvG, § 42 Rn. 12; vgl. Keunecke, Prospekte im Kapitalmarkt, Rn. 1, S. 37; Mächler, WM 2012, 974 (975).

<sup>854</sup> Heisterhagen, in: Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher, InvG, § 127 Rn. 17, 20; vgl. Schwark, in: Schwark/Zimmer, §§ 44, 45 BörsG Rn. 27; Assmann, in: Assmann/Schütze, HB Kapitalanlagerecht, § 6 Rn. 87; vgl. OLG Frankfurt, Beschl. v. 14.06.2013 – 19 U 60/13, juris Rn. 4.

Gestattungs- oder Billigungsverfahren unterlag<sup>855</sup>, beaufsichtigt wurde<sup>856</sup>. Es kann daher auf die Ausführungen zur prospektrechtlichen Generalklausel nach dem Verkaufsprospektgesetz, die auch nach dem Vermögensanlagengesetz weiterhin Geltung hatten, verwiesen werden<sup>857</sup>.

Gleiches gilt für den Anlegerhorizont, an dem sich bei der Prospekterstellung zu orientieren ist<sup>858</sup>. Der Maßstab, der hinsichtlich des Empfängerkreises geschlossener Fonds entwickelt wurde, kann weiterhin für geschlossene Publikums-AIF Geltung beanspruchen. Die Pflicht zur Erstellung eines Prospekts nach dem Verkaufsprospektgesetz bzw. dem Vermögensanlagengesetz zielte auf die Information eines durchschnittlichen Anlegerpublikums ab. Fonds, die sich an Anleger z.B. mit besonderen Kenntnissen und Erfahrungen richteten oder die aus anderen Gründen weniger schutzwürdig waren, waren von der Prospektspflicht ausgenommen<sup>859</sup>. Eine ähnliche Systematik steht hinter der nun nach dem Kapitalanlagegesetzbuch herrschenden Unterscheidung zwischen Publikums-AIF, die sich primär an Privat- und Kleinanleger richten, und Spezial-AIF, die sich an professionelle und semiprofessionelle Anleger richten<sup>860</sup>.

Der Prospekt muss also Angaben enthalten, die erforderlich sind, damit sich der durchschnittliche Anleger über die ihm angebotene Anlage und insbesondere über die damit verbundenen Risiken ein begründetes Urteil bilden kann (§ 269 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 165 Abs. 1 KAGB). Dem Anleger muss für seine Beitrittsentscheidung ein richtiges Bild über das Beteiligungsobjekt vermittelt werden, d. h. er muss über alle Umstände, die für seine Anlageentscheidung von wesentlicher Bedeutung sind oder sein können, insbesondere über Nachteile und Risiken, zutreffend, verständlich und vollständig aufgeklärt werden<sup>861</sup>. Zu den für die Anlageentscheidung eines durchschnittlichen Anlegers maßgeblichen Faktoren gehören gerade die Vermögensgegenstände, in die der AIF investiert wird, also die Investitionsobjekte<sup>862</sup>. Ohne eine Information hierüber ist für den Kleinanleger eines geschlossenen Publikums-AIF nicht verständlich, womit Gewinne erwirtschaftet werden sollen. Erst die Investitionsobjekte, die auch Informationen über die Risiken und Prognosen des AIF beeinflussen, machen diesen für ihn bewertbar. Auch wegen der langfristigen Bindung, die Anleger geschlossener AIF regelmäßig mit ihrer Investition eingehen, zählt das Investitionsobjekt zu den Faktoren, die für den Anleger in besonderem Maße erheblich sind<sup>863</sup>.

---

<sup>855</sup> Heisterhagen, in: Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher, InvG, § 127 Rn. 27.

<sup>856</sup> Nach dem Verkaufsprospektgesetz erfolgte die Gestattung (§ 8i Abs. 2 S. 1 VerkProspG), nach dem Vermögensanlagengesetz die Billigung (§ 8 Abs. 1 S. 1 VermAnlG) der Veröffentlichung des Prospekts durch die BaFin.

<sup>857</sup> Siehe 2. Teil BII1b)(1).

<sup>858</sup> Siehe 2. Teil BII1b)(2).

<sup>859</sup> § 8f Abs. 2 Nrn. 3 bis 8 VerkProspG; RegBegr. AnSVG, BT-Drs. 15/3174 v. 24.05.2004, S. 42; § 2 Nrn. 3 bis 8 VermAnlG; RegBegr. FinAnlV- und VermAnlG, BT-Drs. 17/6051 v. 06.06.2011, S. 32; *Bußalb/Vogel*, WM 2012, 1416 (1418).

<sup>860</sup> Vgl. *Spindler/Tancredi*, WM 2011, 1393 (1396); *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89 (94).

<sup>861</sup> Ständige Rspr. BGH, Urt. v. 23. 4. 2012 – II ZR 75/10, juris Rn. 13; BGH, Urt. v. 06.10.1980 – II ZR 60/80, juris Rn. 27.

<sup>862</sup> Siehe hierzu die Darlegung der Erheblichkeit des Investitionsobjekts für die Anlageentscheidung im Rahmen der Untersuchung der Prospektanforderungen des Verkaufsprospektgesetzes, 2. Teil BIIb)(3).

<sup>863</sup> Vgl. *Veltmann*, Instrumente des Anlegerschutzes im Investmentrecht, S. 92.

Eine konkrete Information über die Vermögensgegenstände, in die der AIF investieren wird, muss also auch aufgrund des allgemeinen Prospektgrundsatzes in den Prospekt aufgenommen werden. Dies kann entweder in der Form erfolgen, dass die Vermögensgegenstände tatsächlich konkret benannt werden. Da eine Darstellung der konkreten Anlageobjekte jedoch von Gesetzes wegen nicht (mehr) zwingend ist (§ 269 Abs. 3 KAGB), genügt auch eine hinreichend bestimmte Darstellung der Investitionskriterien. Hier hat der Gesetzgeber eine Wertung dahingehend getroffen, dass er eine Information über bereits konkretisierte Anlageobjekte nicht (mehr) als erforderlich für ein begründetes Urteil über den angebotenen Fonds ansieht, zumindest solange die Darstellung so konkret erfolgt, dass es dem Anleger möglich bleibt, sich ein Bild von dem AIF zu erstellen.

## (2) Ergebnis

Im Ergebnis gelten also im Rahmen der Darstellung des geschlossenen Publikums-AIF im Verkaufsprospekt die gleichen Anforderungen wie bei den Anlagebedingungen<sup>864</sup>. Das Spannungsfeld zwischen der Öffnung des Konkretisierungsgrades durch § 269 Abs. 3 KAGB sowie dem gleichzeitig aufgestellten Produktverbot für Black Blind Pools wird aufgelöst, indem eine hinreichend konkrete Beschreibung der Anlagepolitik und -strategie, insbesondere der Investitionskriterien verlangt wird. Sie müssen so detailliert eingegrenzt werden, dass dem Anleger möglich ist, eine Art Objektpool zu konkretisieren, der sich durch bestimmte Merkmale charakterisiert und dadurch von anderen Investitionsmöglichkeiten unterscheidet<sup>865</sup>. So wird dem durchschnittlichen Anleger eine ausreichende Grundlage für seine langfristige Investitionsentscheidung geboten und ihm ermöglicht, sich ein begründetes Urteil i.S.v. § 269 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 165 Abs. 1 S. 1 KAGB zu bilden.

Im Rahmen der Verkaufsprospekterstellung gebietet dies nicht nur die aufgestellte Produktregulierung, sondern auch der allgemeine Prospektgrundsatz. Die Investitionskriterien und die konkretisierten Vermögensgegenstände, in die der AIF investieren wird, stehen dabei in engem Zusammenhang. Je konkreter die Anlageobjekte selbst bereits benannt sind, desto vager kann die Darstellung der einzelnen Investitionskriterien ausfallen. Denn Beurteilungsgegenstand für den durchschnittlichen Anleger ist dann das konkrete Anlageobjekt. An diesem muss sich das Fondsmanagement sodann auch messen lassen. Sind die konkreten Anlageobjekte jedoch noch nicht im Detail benannt, muss die Darstellung der Anlagepolitik und -strategie, also die Umschreibung der Investitionskriterien, umso detaillierter unter Anlegung des beschriebenen Maßstabs erfolgen.

Hinsichtlich der Wesentlichkeit des Investitionsobjekts für die Anlageentscheidung des potentiellen Anlegers besteht keine andere Wertung als bereits nach dem Verkaufsprospektgesetz bzw. Vermögensanlagengesetz. Allerdings hat der Gesetzgeber den Detailgrad, der bei der Beschreibung des Investitionsobjekts anzusetzen ist, nun näher umrissen: Die Angabe der *konkreten* Anlageobjekte sieht er nicht als erforderliche Grundlage für die Möglichkeit, sich ein begründetes Urteil von der Vermögensanlage

---

<sup>864</sup> 4. Teil BI2a)(2).

<sup>865</sup> Siehe oben 4. Teil BI2a)(2).

bilden zu können, an. Mit einer hinreichend konkreten Bestimmung der Investitionskriterien im Rahmen der Anlagepolitik und -strategie wird die Information über das Investitionsobjekt eine Ebene höher angesiedelt.

Dies entspricht den Vorschlägen für die Behandlung von Blind Pools im Rahmen der Prospekterstellung nach dem Verkaufsprospektgesetz. Hier wurde bereits vertreten, dass Blind Pools zwar keine Angaben zum konkreten Anlageobjekt machen könnten, dafür dann aber so konkret wie möglich ihre Anlagepolitik zu beschreiben hätten<sup>866</sup>. Das Kapitalanlagegesetzbuch lässt eine derartige Handhabung jedoch nicht uneingeschränkt zu. Dadurch, dass Black Blind Pools einem Produktverbot unterliegen, muss bei Regulären Blind Pools zumindest eine hinreichend bestimmte Festlegung der zu erwerbenden Vermögensgegenstände erfolgen. Dies schließt aber – zumindest auf der Ebene der Anlagestrategie und -politik – aus, eine inhaltliche Angabe vollständig durch ein Negativtestat zu vermeiden. Sollten – wie zu den Angabepflichten nach dem Verkaufsprospektgesetz geäußert – nun in Bezug auf produktrechtliche Lösung bei Black Blind Pools die Bedenken geäußert werden, dass dies zu einer Unterbindung von Fondsstrukturen führen könnte, sind die gleichen Gründe wie zum Verkaufsprospektgesetz ausgeführt<sup>867</sup> zu entgegnen: Die Vorgaben, die für geschlossene Publikums-AIF getätigt werden, unterbinden Blind Pools nicht, sondern stellen nur eine partielle Restriktion dar. Denn Blind Pools im Allgemeinen sind grundsätzlich weiterhin möglich, da die konkreten Anlageobjekte eben noch nicht feststehen müssen, und stellen im Kapitalanlagegesetzbuch sogar das Grundmodell dar, da dem Fondsmanagement nach der Konzeption ein gewisses Anlageermessen immanent ist. Allerdings werden nur noch Reguläre Blind Pools, bei denen zumindest eine hinreichend bestimmte Eingrenzung vorgenommen werden kann, zugelassen.

#### **b) Die Angabe zu den Anlageobjekten**

§ 269 Abs. 3 S. 1 Nr. 1 KAGB fordert als eigens für geschlossene Publikums-AIF aufgenommene Informationspflicht, dass im Prospekt eine Beschreibung des konkreten Anlageobjekts, in das der AIF investiert, aufgenommen werden muss. Daneben sind zudem weitere Details in Bezug auf das Anlageobjekt zu beschreiben. Hierzu zählen Informationen über nicht unerhebliche dingliche Belastungen des Anlageobjekts (§ 269 Abs. 3 S. 1 Nr. 2 KAGB) oder die Information, ob behördliche Genehmigungen erforderlich sind (§ 269 Abs. 3 S. 1 Nr. 4 KAGB). § 269 Abs. 3 KAGB übernimmt mit redaktionellen Anpassungen die entsprechenden Angabepflichten zu den Anlageobjekten aus § 9 Abs. 2 Nrn. 1, 3 bis 7 und 9 VermVerkProspV<sup>868</sup>. Mit diesen Angaben soll der Anleger sich eine genaue Vorstellung von der Art des Anlageprojekts und der Anlagepolitik des Emittenten machen können<sup>869</sup>.

Anders als noch nach der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung sind diese Angaben allerdings nur erforderlich, sofern bereits feststeht, in welche konkreten Anlageobjekte i.S.v. § 261 Abs. 1

---

<sup>866</sup> Siehe oben 2. Teil BII2.

<sup>867</sup> Siehe oben 2. Teil BII3d).

<sup>868</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 273; *Jäger/Maas/Renz*, CCZ 2014, 63 (66).

<sup>869</sup> *Weitnauer*, in: *Möllers/Kloyer*, KAGB Tagungsband, S. 161 (188 Rn. 466).

Nr. 1 KAGB durch den AIF investiert werden soll. Die Angaben sind also nur anzugeben, sofern überhaupt in Sachwerte (unter anderem Immobilien, Schiffe, Infrastruktur) investiert wird und dann auch nur, sofern das konkrete Objekt bereits feststeht<sup>870</sup>. Andernfalls ist es ausreichend im Prospekt anzugeben, dass gerade noch nicht feststeht, in welche konkreten Anlageobjekte investiert werden soll, § 269 Abs. 3 S. 2 KAGB. Hiermit wird das vormals aus der Praxis bekannte und praktizierte Negativtestat<sup>871</sup>, das die BaFin bereits vor einer gesetzlichen Normierung hinsichtlich der Angabe zu den Anlageobjekten akzeptierte, einer gesetzlichen Grundlage zugeführt. Nach der hier vertretenen Auffassung ist ein Negativtestat zwar nicht möglich bei sog. Kernangaben, zu denen das Investitionsobjekt bei geschlossenen Publikums-AIF als eine maßgeblich den AIF prägende Information zählt<sup>872</sup>. Durch die inhaltliche Ausfüllung der Angabe zur Anlagepolitik bzw. -strategie und unter Anwendung der prospektrechtlichen General Klausel ist allerdings gewährleistet, dass selbst bei Regulären Blind Pools, die noch keine Beschreibung der konkreten Anlageobjekte vornehmen können, eine qualitativ gleichwertige Information über die den AIF und seinen Wert prägenden Merkmale im Prospekt erteilt wird.

Daneben sollte überlegt werden, ob die hinreichend bestimmte Darstellung der Vermögensgegenstände, die für den AIF erworben werden, nicht im Rahmen der Beschreibung des Anlageobjekts gemäß § 269 Abs. 1 Nr. 1 KAGB erfolgt. Zwar muss hier trotzdem ein Hinweis erfolgen, sofern noch nicht feststeht, in welche konkreten Anlageobjekte investiert werden soll. Eine darauf folgende Aufzählung und Beschreibung des konkretisierten Objekt-Pools wäre dort jedoch systematisch gut im Prospekt verortet. Auf diese Art und Weise würden auch die Darstellung der Anlagepolitik und -strategie und die der Anlageobjekte voneinander getrennt erfolgen, was einer sauberen und übersichtlichen Präsentation der Informationen dienlich wäre. Eine Vermischung dieser Bereiche fand bereits zu Zeiten der Geltung des Verkaufsprospektgesetzes bei Blind Pools zum Zwecke der Ablenkung fehlender Informationen zu den Anlageobjekten immer wieder statt<sup>873</sup> und war in dieser Form prospektrechtlich gesehen an sich nicht korrekt<sup>874</sup>.

### **c) Sonstige in Zusammenhang mit dem Investitionsobjekt stehende Prospektanforderungen**

Das Investitionsobjekt bildet den maßgeblichen Referenzwert für eine Vielzahl weiterer Informationen, die in den Verkaufsprospekt aufgenommen werden müssen. Solange nicht konkretisiert ist, womit der Publikums-AIF wirtschaften soll, sind auch Einschätzungen hinsichtlich beispielsweise der Risiken, denen der AIF aufgrund der Beeinflussung durch das Investitionsobjekt ausgesetzt sein wird, schwierig verlässlich darzustellen.

---

<sup>870</sup> Silberberger, in: Weitnauer/Boxberger/Anders, KAGB, § 269 KAGB Rn. 8.

<sup>871</sup> Siehe hierzu auch 2. Teil BII3a).

<sup>872</sup> Siehe hierzu 2. Teil BII3a).

<sup>873</sup> Siehe 2. Teil BII2.

<sup>874</sup> Siehe 2. Teil BII3b).

## (1) Erläuterung des Risikoprofils des AIF

Gemäß § 269 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 165 Abs. 2 Nr. 3 KAGB hat der Verkaufsprospekt eine eindeutige und leicht verständliche Erläuterung des Risikoprofils des Publikums-AIF zu enthalten<sup>875</sup>. In Verbindung mit der prospektrechtlichen Generalklausel, dass die für eine Beurteilung der Risiken der angebotenen Anlage erforderlichen Angaben im Prospekt enthalten sein müssen (§ 269 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 165 Abs. 1 KAGB), müssen einerseits die mit dem konkreten AIF verbundenen spezifischen Einzelrisiken dargestellt werden sowie andererseits anhand dieser Informationen eine Bewertung der Risiken für den konkreten AIF vorgenommen werden<sup>876</sup>.

Im Rahmen der Prospektdarstellung für offene Fonds nach § 42 Abs. 1 InvG war ebenfalls eine Darstellung einer eindeutigen und leicht verständlichen Erläuterung des Risikoprofils vorzunehmen. Hiernach mussten dem Anleger in einer Gesamtschau die Risiken, die mit der Investition verbunden und von wesentlicher Bedeutung für die Beurteilung der Investition sind, dargestellt werden<sup>877</sup>. Um den Besonderheiten geschlossener AIF, bei denen im Verhältnis zu offenen eine Investition in der Regel in wenige Objekte erfolgt, Rechnung zu tragen, kann sich auch an den Anforderungen an die Darstellung der wesentlichen tatsächlichen und rechtlichen Risiken im Zusammenhang mit der Vermögensanlage gemäß § 2 Abs. 2 S. 3 VermVerkProspV (alte wie neue Fassung) orientiert werden<sup>878</sup>. Im Zusammenhang mit der Vermögensanlage steht ein Risiko unter anderem dann, wenn es seinen Ursprung unmittelbar oder mittelbar in der Sphäre des Anlageobjekts hat<sup>879</sup>. Derartige anlagebezogene Risiken, die das Anlageobjekt selbst betreffen und über eine eventuelle Gefährdung der Vermögensanlage insgesamt zu einem teilweisen oder sogar vollständigen Verlust der Zeichnungssumme führen können, sind wiederum bei Blind Pools wegen der Unsicherheit über das Anlageobjekt nur bedingt einschätzbar<sup>880</sup> und daher, sofern die Investitionsobjekte nicht konkretisiert sind, nicht verlässlich und mit einem Mehrwert an Informationen darstellbar<sup>881</sup>. Lediglich allgemeine Risiken können so dargestellt werden, die jedoch nicht zur Einschätzbarkeit der Risiken der konkreten Vermögensanlage beitragen.

Als allgemeiner Prospektgrundsatz gilt gemäß § 269 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 165 Abs. 1 S. 1 KAGB, dass der Prospekt die Angaben enthalten muss, die erforderlich sind, damit sich die Anleger über die ihnen angebotene Anlage und insbesondere über die damit verbundenen Risiken ein begründetes Urteil bilden können. Zudem muss der Prospekt redlich und eindeutig und darf nicht irreführend sein (§ 269 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 165 Abs. 1 S. 2 KAGB). Insbesondere aus dem Umstand, dass sich der Anleger

---

<sup>875</sup> Die Norm entspricht Art. 69 Abs. 1 Unterabs. 2 OGAW-RL, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 255.

<sup>876</sup> *Silberberger*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 269 KAGB Rn. 2 ff. i.V.m. *Polifke*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 165 KAGB Rn. 8.

<sup>877</sup> *Rozok*, in: *Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher*, InvG, § 42 Rn. 19.

<sup>878</sup> Siehe hierzu bereits oben 2. Teil CIII. Der Rückgriff auf die Erläuterungen zur Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung ist möglich, da die Angaben des § 269 Abs. 2 und 3 KAGB inhaltlich auf der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung beruhen, *Silberberger*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 269 KAGB Rn. 1. Vgl. auch *Zwissler*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, HB Kapitalmarktinformation, § 8 Rn. 46 ff.

<sup>879</sup> *Voß*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, § 2 VermVerkProspV Rn. 74.

<sup>880</sup> Institut der Wirtschaftsprüfer, FN-IDW 2006, 489 (Anlage 6 zu IDW S 4: Besonderheiten bei Blind-Pool-Konzeptionen, zu 3.3.).

<sup>881</sup> So auch *Unzicker*, VerkProspG, § 2 VermVerkProspV Rn. 55.

ein begründetes Urteil bilden können muss und die Angaben nicht irreführend sein dürfen, ist an die Darstellung der Risiken, die sich auf Unsicherheiten in Zusammenhang mit dem Anlageobjekt zurückführen lassen, zu fordern, dass sie einen hohen Konkretisierungsgrad erkennen lassen. Die Risikostruktur des AIF muss hinreichend individualisiert werden<sup>882</sup>. Lediglich allgemeine Risikodarstellungen, denen jeder AIF, unabhängig von seinen spezifischen Merkmalen unterliegt, genügen nicht<sup>883</sup>.

So hinreichend bestimmt wie die Eingrenzung der Vermögensgegenstände, in die der AIF investieren wird, vorgenommen werden muss, muss auch entsprechend die Darstellung der Risiken ausgestaltet sein<sup>884</sup>. Die aufgrund der eingrenzenden Investitionskriterien filterbaren potentiellen Investitionsmöglichkeiten müssen entsprechend auf ihre Risiken hin untersucht und beschrieben werden. Das bedeutet, dass mindestens anzugeben ist, welche Risiken sich aus dem Marktumfeld der jeweiligen Assetkategorien wie Immobilien-, Schifffahrts-, Lebensversicherungs- oder Unternehmensbeteiligungsmärkte ergeben<sup>885</sup>. Daneben ist aber auch die jeweilige konkrete Strategie miteinzubeziehen und diese mit ihren konkreten Risiken darzustellen<sup>886</sup>. Sofern es Unterkategorien im Rahmen der generellen Assekteinstufung gibt, die unterschiedliche Risiken erkennen lassen, sind genau diese darzustellen<sup>887</sup>. In diesem Fall nur eine generelle Risikobeschreibung der Assetkategorie im Allgemeinen vorzunehmen, kann ansonsten unvollständig sein und dazu führen, dass sich der Anleger kein begründetes Urteil bilden kann. Es muss auch von einer kumulativen Darstellung sämtlicher Risiken, die bei diversen Formen von Unterkategorien auftreten können, abgesehen werden. Gemäß § 269 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 165 Abs. 2 Nr. 3 KAGB ist gerade eine *eindeutige* Erläuterung des Risikoprofils des AIF vorzunehmen. Daneben muss der Prospekt nach dem allgemeinen Prospektgrundsatz gemäß § 269 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 165 Abs. 1 S. 2 KAGB dem Erfordernis genügen, eindeutig und nicht irreführend zu sein. Wenn Risiken aufgeführt werden, die beispielsweise generell bei Immobilien auftauchen können, aber nicht auf den Fall zutreffen, dass z.B. in Wohnimmobilien in Südfrankreich investiert wird, ist die Angabe nicht mehr eindeutig und kann dazu führen, dass die Darstellung irreführend wirkt. Die Aufführung sämtlicher potentieller Risiken im Segment der Immobilien wäre zwar nicht falsch. Sie könnte aber die Risiken, die

---

<sup>882</sup> Ähnlich zur Risikodarstellung im Vermögensanlagen-Informationsblatt *Rinas/Pobortscha*, BB 2012, 1615 (1617); vgl. auch *König*, Anlegerschutz im Investmentrecht, S. 29.

<sup>883</sup> Ähnliche konkrete Anforderungen an die Risikodarstellung müssen auch in einem Wertpapierprospekt erfüllt werden, *Alfes/Wieneke*, in: Holzborn, WpPG, Anh. I EU-ProspV Rn. 17 f., S. 299 ff.

<sup>884</sup> Auch für eine spezifische Darstellung der Risiken, weil diese regelmäßig unmittelbar mit dem konkreten Anlagegegenstand verbunden sind *Heisterhagen*, in: Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher, InvG, § 127 Rn. 28.

<sup>885</sup> Zu den konkret anzugebenden Risiken bei der jeweiligen Assetkategorie *Voß*, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 2 VermVerkProspV Rn. 94 ff.

<sup>886</sup> *Voß*, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 2 VermVerkProspV Rn. 94; *Rinas/Pobortscha*, BB 2012, 1615 (1617) (zur Risikodarstellung im Vermögensanlagen-Informationsblatt).

<sup>887</sup> Das bedeutet z.B. bei einer Investition in die Assetkategorie Immobilien, dass die Risiken konkret darauf abgestimmt werden, ob in unbebaute oder bebaute Grundstücke investiert werden soll, *Voß*, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 2 VermVerkProspV Rn. 94 ff. Bei geplanten Investitionen in Schiffe muss bspw. das Herstellungsrisiko dargestellt werden, sofern der Fonds noch ein in Produktion befindliches Schiff erwerben soll, oder je nach geplantem Einsatzort Kriegs- und Terrorrisiken, *Arndt/Lüdicke*, in: Lüdicke/Arndt, Geschlossene Fonds, B. II., S. 291.

den konkreten Fall betreffen, verwässern und damit zu einer unrichtigen Gesamteinschätzung führen. Der Fokus darf nicht durch zu viele, nicht relevante Angaben abgelenkt werden<sup>888</sup>.

Neben der möglichst konkreten Darstellung der Risiken ist aufgrund des noch fehlenden Anlageobjekts auf das bestehende Blind Pool-Risiko hinzuweisen<sup>889</sup>. Dieses sollte nicht pauschal geschehen, sondern dabei auch auf den Grad der fehlenden Konkretisierung und die damit einhergehenden Risiken abgestuft eingehen. Risikobehaftet und aufklärungsbedürftig sind auch im Prospekt dargestellte Prognosen<sup>890</sup>. Diesbezüglich ist auf etwaige Unsicherheiten, die sich aus der mangelnden finalen Tatsachengrundlage ergeben, hinzuweisen.

## **(2) Angaben zu den Kosten**

Gemäß § 269 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 165 Abs. 2 Nr. 8 KAGB müssen im Prospekt auch einzeln aufgeschlüsselte Angaben zu den Kosten getätigt werden<sup>891</sup>. Hinsichtlich der Angaben zu Pauschalgebühren und weiteren Kosten des AIF, die mit den Angaben in den Anlagebedingungen hierzu korrespondieren<sup>892</sup> (§ 269 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 165 Abs. 2 Nr. 8, Abs. 3 Nr. 7 KAGB), bleibt festzuhalten, dass derartige Aufschlüsselungen nur vorgenommen werden können, wenn eine Eingrenzung der Assetkategorie sowie weitere die Art der Investition bestimmende Merkmale festgelegt sind. Denn solange nicht bekannt ist, wie das Anlegerkapital verwendet werden soll, können auch potentiell entstehende Kosten nicht kalkuliert werden. Auch vor dem Hintergrund des allgemeinen Prospektgrundsatzes sind sämtliche Angaben, die einen Bezug zu den Vermögensgegenständen haben, so konkret wie nur möglich aufzuschlüsseln. Die jeweiligen Kosten müssen sich auf die bereits hinreichend bestimmten Vermögensgegenstände beziehen und bezogen auf diese jeweils detailliert erläutern, woraus die Kosten resultieren oder in Zusammenhang mit welchen besonderen Umständen diese entstehen können. Bei zu allgemeinen Angaben, die beispielsweise nur auf die Assetkategorien bezogen werden, besteht ansonsten die Gefahr, dass die Angabe für den Anleger nicht verständlich ist und ggf. sogar irreführend wirkt, sein. Blind Pools immanent ist daneben, dass bei diesen naturgemäß in dem Prospekt keine Angaben zu etwaigen tatsächlichen Kosten der Investition enthalten sein können, sondern dass der Prospekt nur darlegen kann, in welchem Umfang die Fondsgesellschaften Investitionen plant<sup>893</sup>.

---

<sup>888</sup> Vgl. im Hinblick auf die Aufnahme unwesentlicher Angaben, bei denen die Gefahr besteht, dass die anlegerrelevanten Informationen nicht mehr hinreichend wahrgenommen werden, *Rozok*, in: Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher, InvG, § 42 Rn. 17.

<sup>889</sup> *Moritz/Grimm*, BB 2005, 337 (343); *Bruchwitz/Voß*, in: Arndt/Voß, VerkProspG, § 15 VermVerkProspV Rn. 6; vgl. auch Institut der Wirtschaftsprüfer, FN-IDW 2006, 489 (Anlage 6 zu IDW S 4: Besonderheiten bei Blind-Pool-Konzeptionen, zu 3.3.).

<sup>890</sup> *Moritz/Grimm*, BB 2005, 337 (342) unter Verweis auf FN-IDW 2003, 129 (130).

<sup>891</sup> § 165 Abs. 3 KAGB enthält einzelne Komponenten, nach denen die Kosten aufzuschlüsseln sind; die näheren Kostenregelungen des § 165 Abs. 3 KAGB basieren auf § 41 InvG und § 42 Abs. 1 S. 3 Nr. 16 InvG, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 257.

<sup>892</sup> *Silberberger*, in: Weitnauer/Boxberger/Anders, KAGB, § 269 KAGB Rn. 2 i.V.m. *Polifke*, in: Weitnauer/Boxberger/Anders, KAGB, § 165 KAGB Rn. 25.

<sup>893</sup> OLG Frankfurt, Urte. v. 13.05.2009 – 23 U 62/07, juris Rn. 12.

### (3) Prognosen

Gemäß § 269 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 165 Abs. 9 KAGB sind etwaige Prognosen im Verkaufsprospekt als solche zu kennzeichnen<sup>894</sup>. Problematisch ist, dass aufgrund der Offenheit der Investition bei Blind Pools dem Grunde nach keine verlässlichen Prognosen erstellt werden können<sup>895</sup>. Allgemeine (beispielhaft angeführte) Angaben bieten keine verlässliche und vertretbare Information in Bezug auf ein noch nicht konkretisiertes Investitionsobjekt und können daher auch nicht die Grundlage eines begründeten Urteils bezogen auf einen konkreten Fonds führen<sup>896</sup>. Prognosen, die in den Prospekt aufgenommen werden, müssen daher so konkret wie möglich auf die konkretisierten Vermögensgegenständen abgestimmt werden. Sofern noch keine konkreten Anlageobjekte feststehen, aber die Investitionskriterien hinreichend bestimmt sind, sind die Prognosen an dem konkretisierten Objektpool auszurichten. Weitere Angaben, die keinen konkreten Bezug aufweisen, dürfen nur soweit eingesetzt werden, wie eine Überladung des Anlegers mit Informationen vermieden wird und die Möglichkeit der zutreffenden Beurteilung des Fonds nicht beeinträchtigt wird<sup>897</sup>. Es dürfen nicht ungünstige oder gar fehlende Angaben in der Fülle von Informationen, die bezogen auf den konkreten Fonds gar nicht einschlägig sind, untergehen und so ein falscher Eindruck von dem angebotenen Fonds erweckt werden<sup>898</sup>.

### (4) Dachfonds

Sofern der AIF zunächst in eine Zwischengesellschaft investiert, ist fraglich, auf welcher Ebene die Beschreibung der Vermögensgegenstände und der Anlagepolitik und -strategie zu erfolgen hat. Eine Regelung sieht § 269 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 165 Abs. 2 Nr. 2 3. HS KAGB vor für den Fall, dass für den AIF Anteile oder Aktien an anderen Investmentvermögen erworben werden sollen<sup>899</sup>. Dann muss eine Beschreibung der wesentlichen Merkmale dieser Anteile einschließlich der maßgeblichen Anlagegrundsätze und -grenzen und des Sitzes des Zielinvestmentvermögens vorgenommen werden. Abgesehen von einer Sonderregelung für den Fall der Investition in ÖPP-Projektgesellschaften (§ 269 Abs. 2 Nr. 3 KAGB) ist eine Modifizierung für geschlossene AIF nicht vorgesehen worden. Wird in einen geschlossenen Publikums-Dachfonds investiert, werden die für offene Investmentvermögen aufgestellten, ergänzenden Angaben der besonderen Situation geschlossener Publikums-AIF jedoch nicht ausreichend gerecht. Im Gegensatz zu offenen Investmentvermögen, an die die Anforderungen des § 165 KAGB zunächst gerichtet sind, kommt bei geschlossenen AIF dem Investitionsobjekt wegen der langfristigeren

---

<sup>894</sup> § 165 Abs. 9 KAGB basiert auf § 2 Abs. 2 S. 6 VermVerkProspV, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 257.

<sup>895</sup> Zu sog. Ertragsprognose-Rechnungen bzw. konkreteren Finanzplänen OLG Frankfurt, Urte. v. 13.05.2009 – 23 U 62/07, juris Rn. 12; *Moritz/Grimm*, BB 2005, 337 (342) unter Verweis auf FN-IDW 2003, 129 (130).

<sup>896</sup> 2. Teil CIV.

<sup>897</sup> Vgl. *Gebauer*, in: Kümpel/Hammen/Ekkenga, KMR, Nr. 100, Lfg. 4/01, S. 32; *Hüffer*, Das Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz, S. 103; *Paskert*, Informations- und Prüfungspflichten, S. 42 f.; Begr. VermVerkProspV, Dez. 2004, S. 2; *Unzicker*, VerkProspG, § 15 VermVerkProspV Rn. 30 ff.

<sup>898</sup> Vgl. *Arndt/Bruchwitz*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, § 8g VerkProspG Rn. 18.

<sup>899</sup> § 165 Abs. 2 Nr. 2 letzter HS. KAGB basiert auf § 42 Abs. 1 S. 2 Nr. 14 letzter HS. InvG, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 255.

Bindung der Anlage wesentlich mehr Bedeutung zu. Für seine Anlageentscheidung haben die finalen Investitionsobjekte Bedeutung, nicht eine Beschreibung der Zwischengesellschaft.

Nach der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung war im Rahmen der Beschreibung des Anlageobjekts ausdrücklich normiert, dass im Falle des Erwerbs eines Unternehmensanteils auch die Gegenstände als Anlageobjekte zu gelten hatten, die diese Gesellschaft erwarb (§ 9 Abs. 2 Nr. 1 S. 4 VermVerkProspV). So war sichergestellt, dass dem Anleger nicht Informationen auf der für ihn wesentlichen Stufe vorenthalten blieben und er tatsächlich darüber informiert wurde, wofür sein Kapital verwendet wurde<sup>900</sup>. Eine andere Wertung kann aber auch nach dem Kapitalanlagegesetzbuch nicht gelten. Das Investitionsobjekt ist einer der zentralen Begriffe für die Beurteilung des AIF durch den Anleger<sup>901</sup>. Dies gilt auch nach dem Kapitalanlagegesetzbuch, insbesondere vor dem Hintergrund des allgemeinen Prospektgrundsatzes § 269 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 165 Abs. 1 KAGB, wonach der Prospekt die Angaben enthalten muss, die erforderlich sind, damit sich die Anleger über die ihnen angebotene Anlage und die damit verbundenen Risiken ein begründetes Urteil bilden können.

Bei Dachfonds-Konstruktionen müssen daher sämtliche relevanten Informationen bis hin zur letzten Beteiligungsebene in den Prospekt aufgenommen werden („Durchschau“)<sup>902</sup>. Ansonsten könnte durch die Zwischenschaltung einer weiteren Ebene zu leicht das Verbot von Black Blind Pools umgangen werden. Ist auf der letzten Ebene das konkrete Anlageobjekt noch nicht festgelegt, sind die Informationen hinreichend bestimmt in Bezug auf die Anlagepolitik und -strategie zu erstellen, sodass dem Anleger in jedem Fall ermöglicht wird, sich eine Vorstellung von den Gegenständen, mit denen der AIF wirtschaften soll, zu machen. Dies gilt für jeden AIF, der nicht direkt in das Anlageobjekt investiert, das für den AIF wirtschaften soll (in der Regel Sachwerte i.S.d. § 261 Abs. 1 Nr. 1, Abs. 2 KAGB). Hierzu zählen z.B. die Investition in Anteile oder Aktien an Gesellschaften, die nach dem Gesellschaftsvertrag oder der Satzung nur Sachwerte und die zur Bewirtschaftung dieser Sachwerte erforderlichen Vermögensgegenstände oder Beteiligungen an solchen Gesellschaften erwerben dürfen (§ 261 Abs. 1 Nr. 3 KAGB) oder die Investition in Anteile oder Aktien an geschlossenen inländischen Publikums-AIF nach Maßgabe der §§ 261 bis 272 KAGB oder an europäischen oder ausländischen geschlossenen Publikums-AIF, deren Anlagepolitik vergleichbaren Anforderungen unterliegt (§ 261 Abs. 1 Nr. 5 KAGB).

## **(5) Regeln für die Vermögensbewertung**

Gemäß § 269 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 165 Abs. 2 Nr. 19 KAGB sind die Regeln für die Vermögensbewertung, insbesondere eine Beschreibung des Verfahrens zur Bewertung des Investmentvermögens und der Kalkulationsmethoden für die Bewertung von Vermögenswerten, einschließlich der Verfahren für

---

<sup>900</sup> RegBegr. FinAnIV- und VermAnIG, BT-Drs. 17/6051 v. 06.06.2011, S. 51.

<sup>901</sup> RegBegr. FinAnIV- und VermAnIG, BT-Drs. 17/6051 v. 06.06.2011, S. 51; vgl. auch *Keunecke*, Prospekte im Kapitalmarkt, Rn. 622, S. 331.

<sup>902</sup> So schon zum Verkaufsprospektgesetz *Voß*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 30, Einzelheiten Rn. 29 ff.; *Krämer*, in: *Heidel*, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2011, § 8g VerkProspG Rn. 11a. Eine Durchschau bis auf die Untergesellschaften einer Holdingstruktur erfolgt nach dem „look-through“-Ansatz auch im Rahmen der Kontrollpflicht der Verwahrstelle bei der Prüfung der Eigentumsverhältnisse der Zielgesellschaft, *Schröder/Rahn*, GWR 2014, 49 (53).

die Bewertung schwer zu bewertender Vermögenswerte, darzustellen<sup>903</sup>. Die Bewertung des AIF und damit auch die Beschreibung der Bewertungsverfahren stehen in Abhängigkeit zu den Vermögenswerten, in die der AIF investiert<sup>904</sup>. Der Wert eines AIF ist aufgrund der jeweiligen Verkehrswerte der zu ihm gehörenden Vermögensgegenstände zu ermitteln<sup>905</sup>. Für jeden Vermögensgegenstand ist ein geeignetes, am jeweiligen Markt anerkanntes Wertermittlungsverfahren zugrunde zu legen<sup>906</sup>. Im Rahmen der Bewertungsverfahren sind unter anderem die spezifische Anlagestrategie des AIF und die Vermögenswerte, in die der AIF investiert, zu behandeln<sup>907</sup>. Durch die hinreichend konkrete Festlegung bereits im Rahmen der Investitionskriterien und damit auch der Assetkategorie können die Regeln für die Vermögensbewertung im erforderlichen Maße in Bezug auf bestimmte Vermögensgegenstände beschrieben werden.

#### 4. Wesentliche Anlegerinformationen

Neben dem Verkaufsprospekt sind von der Kapitalverwaltungsgesellschaft für den Publikums-AIF die wesentlichen Anlegerinformationen (wAI) zu erstellen<sup>908</sup>. Diese stellen eine Art Kurzfassung des Prospekts dar, der die wesentlichen Merkmale des angebotenen AIF in knapper Form darstellen soll, da der Prospekt aufgrund seines Umfangs oftmals nicht gelesen wird<sup>909</sup>. Sie ersetzen bei geschlossenen AIF das bereits nach dem Vermögensanlagegesetz zu erstellende Vermögensanlagen-Informationsblatt (VIB)<sup>910</sup>. Gemäß § 270 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 166 Abs. 1 KAGB<sup>911</sup> sollen die wesentlichen Anlegerinfor-

---

<sup>903</sup> Die Regelung entspricht § 42 Abs. 1 S. 3 Nr. 15 InvG, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 256.

<sup>904</sup> § 271 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 168 Abs. 8 KAGB i.V.m. § 30 KARBV (Verordnung über Inhalt, Umfang und Darstellung der Rechnungslegung von Sondervermögen, Investmentaktiengesellschaften und Investmentkommanditgesellschaften sowie über die Bewertung der zu dem Investmentvermögen gehörenden Vermögensgegenstände (Kapitalanlage-Rechnungslegungs- und -Bewertungsverordnung – KARBV) v. 16.07.2013, BGBl. I (Nr. 39) v. 16.07.2013, S. 2483 ff.) (Besonderheiten bei Anlagen in Immobilien) und § 271 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 168 Abs. 8 KAGB i.V.m. § 32 KARBV (Besonderheiten bei Vermögensgegenständen mit dem Charakter einer unternehmerischen Beteiligung) stellen z.B. Besonderheiten bei der Bewertung in Bezug auf bestimmte Assetklassen auf; vgl. *Bielenberg/Schmuhl*, DB 2014, 1089 (1091).

<sup>905</sup> § 271 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 168 Abs. 1 S. 2 KAGB.

<sup>906</sup> § 271 Abs. 2 KAGB i.V.m. § 169 Abs. 1 S. 2 KAGB.

<sup>907</sup> § 271 Abs. 2 KAGB i.V.m. § 169 Abs. 3 KAGB i.V.m. Art. 67 Abs. 2 Unterabs. 2 lit. b VO (EU) 231/2013 (Delegierte Verordnung (EU) Nr. 231/2013 der Kommission v. 19.12.2012 zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Ausnahmen, die Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit, Verwahrstellen, Hebelfinanzierung, Transparenz und Beaufsichtigung), Abl. L 83 v. 22.03.2013, S. 1 ff.

<sup>908</sup> *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 241 ff.

<sup>909</sup> So auch die Erkenntnis der EU-Kommission, *Bruchwitz/Voß*, BB 2011, 1226 (1231); vgl. auch zum vereinfachten Verkaufsprospekt *Lang*, WM 2004, 53 (56).

<sup>910</sup> *Röh*, AssCompact 2013, 135 (135); vgl. *Zwissler*, in: Habersack/Mülbert/Schlit, HB Kapitalmarktinformation, § 8 Rn. 133.

<sup>911</sup> § 166 Abs. 1 KAGB entspricht mit Ausnahme von redaktionellen Anpassungen der Regelung des aufzuhebenden § 42 Abs. 2 S. 1 1. HS InvG, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 257.

mationen den Anleger in die Lage versetzen, Art und Risiken des angebotenen Anlageprodukts zu verstehen und auf dieser Grundlage eine fundierte Anlageentscheidung zu treffen<sup>912</sup>. Über § 270 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 166 Abs. 3 KAGB gelten weitere allgemeine Anforderungen an die Darstellung: Die wesentlichen Anlegerinformationen müssen redlich, eindeutig und dürfen nicht irreführend sein und müssen zudem verstanden werden können, ohne dass hierfür zusätzliche Dokumente herangezogen werden müssen<sup>913</sup>. Zudem müssen sie mit den einschlägigen Teilen des Prospekts übereinstimmen. Formal betrachtet sind sie kurz zu halten, in allgemein verständlicher Sprache abzufassen und in einem einheitlichen Format zu erstellen, um Vergleiche zu ermöglichen. Die wesentlichen Anlegerinformationen unterliegen wie der Prospekt dem Vertriebsanzeigeverfahren gegenüber der BaFin, § 316 KAGB<sup>914</sup>. Sobald die Kapitalverwaltungsgesellschaft mit dem Vertrieb gemäß § 316 KAGB beginnen darf, sind die wesentlichen Anlegerinformationen gemäß § 268 Abs. 1 S. 2 KAGB ebenfalls auf der Internetseite der Kapitalverwaltungsgesellschaft zugänglich zu machen und gemäß § 297 Abs. 2 S. 2 KAGB den Interessenten aus dem Kreis der Privatkunden zur Verfügung zu stellen<sup>915</sup>. Den näheren Inhalt der wesentlichen Anlegerinformationen regelt § 270 KAGB, der auf die Vorschriften zu den wesentlichen Anlegerinformationen von offenen Investmentvermögen sowie auf die Verordnung (EU) Nr. 583/2010<sup>916</sup>, die gestützt auf die OGAW-Richtlinie Grundsätze festlegt, die hinsichtlich Inhalt, Form und Gestaltung der wesentlichen Informationen für den Anleger zu befolgen sind, verweist und diese zum Teil modifiziert<sup>917</sup>.

Die Angaben, die einen grundsätzlichen Bezug zum Investitionsobjekt aufweisen, daher in Bezug auf Blind Pools ggf. problematisch abzubilden sind, werden im Folgenden im Hinblick auf die jeweiligen Anforderungen untersucht und dargestellt.

---

<sup>912</sup> Als Maßstab für die Verständlichkeit ist entsprechend dem InvG ein durchschnittlicher Anleger anzusetzen, RegBegr. OGAW-IV-UmsG, BT-Drs. 17/4510 v. 24.01.2011, S. 71; vgl. auch zum Kurzinformationsblatt nach dem Investmentgesetz *Keunecke*, Prospekte im Kapitalmarkt, Rn. 682, S. 405.

<sup>913</sup> Auch diesbezüglich ist dem Anlegerhorizont des zuvor für geschlossene Fonds zu erstellenden Vermögensanlagen-Informationsblatts als Maßstab auf den Empfängerhorizont eines durchschnittlichen Anlegers abzustellen, *Rinas/Pobortscha*, BB 2012, 1615 (1616).

<sup>914</sup> *Röh*, AssCompact 2013, 135 (135).

<sup>915</sup> *Loff/Klebeck*, BKR 2012, 353 (359); *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89 (98).

<sup>916</sup> Verordnung (EU) Nr. 583/2010 der Kommission v. 01.07.2010 zur Durchführung der Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf die wesentlichen Informationen für den Anleger und die Bedingungen, die einzuhalten sind, wenn die wesentlichen Informationen für den Anleger oder der Prospekt auf einem anderen dauerhaften Datenträger als Papier oder auf einer Website zur Verfügung gestellt werden, Abl. L 176 v. 10.07.2010, S. 1 ff.

<sup>917</sup> Unter anderem durch Regelungen, die an Normen des Vermögensanlagegesetzes angelehnt sind, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 274; *Zwissler*, in: Habersack/Mülbart/Schlit, HB Kapitalmarktinformation, § 8 Rn. 135.

## a) Anlagepolitik

Gemäß § 270 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 166 Abs. 2 Nr. 2 KAGB haben die wesentlichen Anlegerinformationen eine kurze Beschreibung der Anlageziele und Anlagepolitik zu enthalten<sup>918</sup>. Im Rahmen der Anlagepolitik sind vor allem die Investitionskriterien<sup>919</sup>, also eine Festlegung auf branchenspezifische, geografische oder andere Marktsektoren bzw. Vermögenswertkategorien<sup>920</sup>, zu beschreiben sowie unter anderem die Vermögensgegenstände anzugeben, die für die Erreichung der Ziele maßgeblich sind und einen erheblichen Einfluss auf die Wertentwicklung des AIF haben können<sup>921</sup>. Es stellt sich daher auch hier die Frage, wie konkret die Darstellung der Anlagepolitik zu erfolgen hat. Im Ergebnis muss die in diesem Rahmen zu erfolgende Darstellung der Investitionskriterien ebenfalls so bestimmt sein, dass bereits eine Festlegung der Vermögensgegenstände, die für den AIF erworben werden, vorgenommen wird.

### (1) Fehlender Bezug zu den Vermögensgegenständen

Gegen eine so konkrete Darstellung der Anlagepolitik, dass im Ergebnis eine Festlegung der Vermögensgegenstände erfolgt, spricht zwar, dass in § 166 Abs. 2 Nr. 2 KAGB die Vermögensgegenstände keine Erwähnung finden. Bei der vergleichbaren Darstellung der Auswahlgrundsätze bzw. Anlagepolitik und -strategie im Rahmen der Anlagebedingungen und des Verkaufsprospekts wird zumindest auf die Vermögensgegenstände, in die der AIF investieren wird, Bezug genommen<sup>922</sup>.

Die in Rede stehenden Formulierungen für offene Investmentvermögen, die auch für geschlossene AIF Anwendung finden, sind jedoch sämtlich den zuvor geltenden Normen des Investmentgesetzes zu offenen Fonds entnommen<sup>923</sup>. Insofern wurde diese Bezugnahme nicht erst zum Zwecke anderer Anforderungen bei der Darstellung der wesentlichen Anlegerinformationen geschlossener AIF weggelassen. Darüber hinaus wurde zum Begriff der Anlagepolitik nach dem Investmentgesetz vertreten, dass die Beschreibung, wie die Anlageziele zu verwirklichen sein sollten, eine Beschreibung der Vermögensgegenstände, die für die Verfolgung der Ziele maßgeblich sind, umfasse<sup>924</sup>. Diesem Umstand wird noch mehr Bedeutung dadurch verliehen, dass bei offenen Investmentvermögen, bei denen offenbar bereits eine Bezugnahme zu den Vermögensgegenständen hergestellt wurde, die Vermögensgegenstände eine geringere Bedeutung als bei geschlossenen AIF haben. Dies liegt an der leichteren Möglichkeit,

---

<sup>918</sup> Diese Anforderung ist wörtlich § 42 Abs. 2 S. 1 2. HS InvG entnommen, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 257.

<sup>919</sup> Vgl. *Maas*, in: Assmann/Schlitt/von Kopp-Colomb, WpPG/VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 7.

<sup>920</sup> Vgl. *Silberberger*, in: Weitnauer/Boxberger/Anders, KAGB, § 270 KAGB Rn. 1, 3 i.V.m. *Polifke*, in: Weitnauer/Boxberger/Anders, KAGB, § 166 KAGB Rn. 12.

<sup>921</sup> Vgl. *Rozok*, in: Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher, InvG, § 42 Rn. 67; *Unzicker*, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 5; siehe auch zur Anlagepolitik 4. Teil B13a)(1).

<sup>922</sup> §§ 162 Abs. 2 Nr. 1, 165 Abs. 2 Nr. 2 KAGB.

<sup>923</sup> § 162 Abs. 2 Nr. 1 entspricht § 43 Abs. 4 Nr. 1 InvG, § 165 Abs. 2 Nr. 2 KAGB entspricht § 42 Abs. 1 S. 3 Nr. 14 InvG und § 166 Abs. 2 Nr. 2 KAGB ist wörtlich § 42 Abs. 2 S. 1 2. HS InvG entnommen, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 253, 255, 257.

<sup>924</sup> *Rozok*, in: Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher, InvG, § 42 Rn. 67.

sich von den Anteilen wieder zu trennen (sei es durch Rückgabe oder Veräußerung der Anteile), wohingegen bei geschlossenen AIF eine langfristige Anlage im Vordergrund steht. Die fehlende Bezugnahme bedeutet daher nicht zwingend, dass im Rahmen der Darstellung der Anlagepolitik nicht auch eine Festlegung der Vermögensgegenstände zu erfolgen hat.

Auch dem Fehlen einer Modifizierung in § 270 KAGB selbst kann keine besondere Bedeutung beigemessen werden. Dies stellt sich eher als ein Versehen des Gesetzgebers dar, denn als seine Absicht. Es ist kein gesetzgeberischer Wille erkennbar, dass dies bewusst erfolgte. Trotz einiger vorgenommener Anpassungen an die Besonderheiten geschlossener Publikums-AIF, ist auch eine Vielzahl an Angaben nicht modifiziert worden (vor allem bei den Verweisungen auf die VO (EU) Nr. 583/2010).

## **(2) Allgemeine Grundsätze bei der Erstellung der wesentlichen Anlegerinformationen**

Eine Festlegung auf die zu erwerbenden Vermögensgegenstände muss bereits vor dem Hintergrund allgemeiner Grundsätze, die bei der Erstellung der wesentlichen Anlegerinformationen im allgemeinen und bei der Darstellung der Ziele und Anlagepolitik im Speziellen zu beachten sind, erfolgen. Der Anleger muss durch die wesentlichen Anlegerinformationen in die Lage versetzt werden, Art und Risiken des angebotenen Produkts zu verstehen und auf dieser Grundlage eine fundierte Anlageentscheidung zu treffen, § 270 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 166 Abs. 1 KAGB. Die Anlegerinformationen müssen gerade die für die Anlageentscheidung wesentlichen Aspekte bereitstellen, da der Prospekt in vielen Fällen gar nicht gelesen wird<sup>925</sup>. Hinter dem Ziel der Schaffung einer fundierten Grundlage für die Anlageentscheidung verbergen sich dabei ähnliche Aspekte, die auch im Rahmen der Prospekterstellung zum Zwecke der Ermöglichung eines begründeten Urteils über den AIF zu beachten sind<sup>926</sup>.

Auch hinsichtlich der konkreten Darstellung des Abschnitts „Ziele und Anlagepolitik“ ist normiert, dass die Beschreibung die wichtigsten Merkmale AIF abdecken muss. Dies gilt gemäß Art. 7 Abs. 1 S. 1 VO (EU) Nr. 583/2010, der über § 270 Abs. 2 S. 1 KAGB für geschlossene Publikums-AIF anwendbar ist. Die dort beschriebenen Informationen sollen dem Anleger ermöglichen, sich ein Bild von den Merkmalen des AIF zu machen, die für seine Anlageentscheidung relevant sein können<sup>927</sup>. Zu den wesentlichen Merkmalen eines geschlossenen Publikums-AIF zählt aber gerade die Information über die Investitionsobjekte. Weil eine Investition nur in einige wenige Anlageobjekte erfolgt, ist die Beurteilung des AIF maßgeblich von den Assets abhängig. Die Information über die Vermögensgegenstände trägt also wesentlich zur Einschätzung des AIF bei. Für Kleinanleger stellen die Vermögensgegenstände, für die der geschlossene AIF ihr angelegtes Kapital verwenden wird, regelmäßig einen wesentlichen Aspekt bei der Entscheidungsgrundlage dar. Wenn der Anleger jedoch nicht weiß, womit der AIF final Gewinne erzielen soll, ist weder der AIF selbst noch sind seine Risiken verständlich dargestellt.

Zudem gilt im Rahmen der wesentlichen Anlegerinformationen der Grundsatz, dass die wesentlichen Informationen für den Anleger redlich, eindeutig und nicht irreführend sein dürfen (§ 270 Abs. 1 KAGB

---

<sup>925</sup> So auch die Erkenntnis der EU-Kommission, *Bruchwitz/Voß*, BB 2011, 1226 (1231).

<sup>926</sup> Vgl. *Reiter/Plumridge*, WM 2012, 388 (388 f.).

<sup>927</sup> Vgl. *Rozok*, in: *Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher*, InvG, § 42 Rn. 63; *Erwägungsgrund Nr. 5 VO (EU) Nr. 583/2010*, ABl. L 176 v. 10.07.2010, S. 1 f.; vgl. *Patzner/Döser*, InvG, § 42 Rn. 3.

i.V.m. § 165 Abs. 3 S. 2 KAGB sowie § 270 Abs. 2 S. 1 KAGB i.V.m. Art. 3 Abs. 2 VO (EU) Nr. 583/2010). Auch vor dem Hintergrund, dass eine Irreführung der Anleger ausgeschlossen sein muss, ist eine tatsächliche Festlegung auf die zu erwerbenden Vermögensgegenstände erforderlich. Denn zu allgemeine Angaben können den Fokus der potentiellen Anleger verschieben. Eine nur allgemeine Darstellung der Investitionskriterien würde suggerieren, dass das Fondmanagement ein vollständiges Ermessen hinsichtlich der tatsächlichen Festlegung der Vermögensgegenstände hat, was wegen des Produktverbots von Black Blind Pools im Bereich von Publikums-AIF gerade nicht der Fall ist<sup>928</sup>. Dies gilt auch trotz der Idee, dass die wesentlichen Anlegerinformationen gerade eine kurze, übersichtliche Darstellung des AIF verkörpern sollen<sup>929</sup>. Trotz der komprimierten Darstellung darf sich kein Informationsverlust ergeben<sup>930</sup>.

### **(3) Übereinstimmung mit den Prospektangaben**

Die wesentlichen Anlegerinformationen müssen mit den einschlägigen Teilen des Verkaufsprospekts übereinstimmen, § 270 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 166 Abs. 3 S. 3 KAGB. Die der Angabe der Anlagepolitik bei den wesentlichen Anlegerinformationen entsprechende Stelle im Verkaufsprospekt ist die der Darstellung der Anlagepolitik und -strategie, in deren Rahmen eine Festlegung der Vermögensgegenstände, in die der AIF investieren wird, zu erfolgen hat. Im Prospekt muss diese Angabe aufgrund der gewünschten Vermeidung von Black Blind Pools derart hinreichend bestimmt vorgenommen werden, dass am Ende ein Objektpool filterbar ist, der sich von anderen unterscheidet, weil er bestimmte charakteristische Merkmale aufweist<sup>931</sup>. Um keine Abweichung von der Darstellung im Prospekt herzustellen, muss daher im Rahmen der Anlagepolitik ebenfalls eine solche Darstellung der Investitionskriterien erfolgen, die eine hinreichend bestimmte Filterung von in Betracht kommenden Vermögensgegenständen ermöglicht. Ansonsten wäre auch nicht gewährleistet, dass der Anleger die wesentlichen Merkmale des AIF, zu denen die Vermögensgegenstände, für die das investierte Anlegerkapital verwendet wird, eindeutig gehören, verstehen könnte, ohne dass hierfür zusätzliche Dokumente – beispielsweise die Anlagebedingungen oder der Verkaufsprospekt – herangezogen werden müssten. Dies darf gemäß § 270 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 166 Abs. 3 S. 1 KAGB gerade nicht der Fall sein. Sowohl im Prospekt als auch in den wesentlichen Anlegerinformationen hat zudem eine weitere Beschreibung der Anlageobjekte zu erfolgen, sofern diese bereits konkretisiert sind<sup>932</sup>.

### **(4) Wertung geschlossener Publikums-AIF**

Vor allem aber muss eine Festlegung der Vermögensgegenstände im Rahmen der Darstellung der Anlagepolitik in Konsequenz der Verhinderung von Black Blind Pools bei Publikums-AIF erfolgen. Nicht

---

<sup>928</sup> Vgl. RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 272.

<sup>929</sup> Reiter/Plumridge, WM 2012, 388 (389).

<sup>930</sup> Zu § 42 Abs. 2 InvG, der in S. 7 und 8 hinsichtlich Sondervermögen bereits auf die Vorschriften der VO (EU) Nr. 583/2010 verwies, RegBegr. OGAW-IV-UmsG, BT-Drs. 17/4510 v. 24.01.2011, S. 121.

<sup>931</sup> Siehe hierzu die Erwägungen unter 4. Teil BI3a).

<sup>932</sup> § 269 Abs. 3 S. 1, 270 Abs. 2 Nr. 1 S. 1 KAGB.

nur die Verhinderung, sondern auch die Aufklärung über die entsprechende Ausgestaltung verhilft zur effektiven Durchsetzung. Aufgrund der langfristigen Bindung, die Anleger mit der Investition in geschlossene AIF in der Regel eingehen, ist eine tatsächliche Festlegung der Vermögensgegenstände, mit denen der AIF wirtschaften soll, besonders wichtig. Sie schaffen für den potentiellen Anleger die Beurteilungsgrundlage, aufgrund derer er eine fundierte Anlageentscheidung treffen kann. Gerade weil oftmals der Prospekt nicht eingehend gelesen wird, sondern vor allem die wesentlichen Anlegerinformationen der Informationsbeschaffung der potentiellen Anleger dienen, ist hier eine Festlegung und Information über die Vermögensgegenstände besonders wichtig.

Eine allgemeine Darstellung der Anlagekategorien und Investitionskriterien ist daher nicht ausreichend<sup>933</sup>. Die Anforderungen, die im Rahmen der Darstellung der Anlagebedingungen hinsichtlich der Investitionskriterien entwickelt wurden<sup>934</sup> und auch im Rahmen der Darstellung der Anlagepolitik und -strategie im Verkaufsprospekt anzuwenden sind<sup>935</sup>, sind auf die Darstellung der Anlagepolitik im Rahmen der wesentlichen Anlegerinformationen zu übertragen.

#### **b) Beschreibung konkreter Anlageobjekte**

Zusätzlich zu den in Art. 7 Abs. 1 VO (EU) Nr. 583/2010 genannten Angaben zu den Zielen und der Anlagepolitik des geschlossenen Publikums-AIF ist gemäß § 270 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 S. 1 KAGB eine Beschreibung der konkreten Anlageobjekte, in die investiert werden soll, vorzunehmen, sofern diese bereits feststehen. Ansonsten genügt die Angabe, dass noch nicht feststeht, in welche konkreten Anlageobjekte investiert werden soll, § 270 Abs. 2 S. 1 Nr. 1 S. 2 KAGB. Auch hier findet sich ein weiterer Fall eines gesetzlich normierten Negativtestats.

#### **c) Sonstige, in Zusammenhang mit dem Investitionsobjekt stehende Angabepflichten**

Das Investitionsobjekt bildet den maßgeblichen Referenzwert für einige weitere Informationen, die in die wesentlichen Anlegerinformationen aufgenommen werden müssen. Diese Angaben, die in Abhängigkeit zum Investitionsobjekt stehen, werden im Folgenden skizziert. Dies wird nur cursorisch geschehen, da die Ausführungen im Rahmen der Prospektdarstellung weitestgehend entsprechende Geltung haben<sup>936</sup>. Sämtliche Angaben sind vor dem Hintergrund darzustellen, dass die wesentlichen Anlegerinformationen den Anleger in die Lage versetzen sollen, Art und Risiken des geschlossenen Publikums-AIF zu verstehen und auf dieser Grundlage eine fundierte Anlageentscheidung treffen zu können (§ 270

---

<sup>933</sup> Ebenfalls für eine Individualisierung der aufzunehmenden Informationen (zum Vermögensanlagen-Informationsblatt) *Rinas/Pobortscha*, BB 2012, 1615 (1617, 1619); bereits die BaFin äußerte sich zu den Produktinformationsblättern nach § 31 Abs. 3a S. 1 WpHG dahingehend, dass eine abstrakte und oberflächliche Darstellung der Produktbeschreibung nicht ausreichend sei, BaFin, Prüfergebnisse der BaFin zu den Informationsblättern nach § 31 Abs. 3a WpHG, Bericht über die Prüfergebnisse der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zu den von Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten verwendeten seit Juli 2011 gesetzlich vorgeschriebenen Informationsblättern nach § 31 Abs. 3a WpHG v. 5.12.2011, II. 1.; vgl. auch *Preuße/Schmidt*, BKR 2011, 265 (265).

<sup>934</sup> Hinreichend bestimmte Darstellung der Investitionskriterien, siehe 4. Teil BI2a).

<sup>935</sup> Siehe 4. Teil BI3a).

<sup>936</sup> Siehe 4. Teil BI3; die wesentlichen Anlegerinformationen sollen eine kurze Information über die wesentlichen Merkmale des angebotenen Fonds geben und mit den Angaben im Prospekt übereinstimmen, vgl. *Reiter/Plumridge*, WM 2012, 388 (389). Insofern stellen sie eine Art Kurzfassung von Teilen des Prospekts dar.

Abs. 1 KAGB i.V.m. § 166 Abs. 1 KAGB). Dementsprechend sind die nachfolgenden Angaben so konkret wie möglich auf die hinreichend bestimmten Vermögensgegenstände auszurichten. Eine abstrakte, nicht individualisierte Darstellung ist nicht ausreichend<sup>937</sup>. Nur wenn die Angaben ein konkretes Bezugsobjekt aufweisen, können sie den erforderlichen Mehrwert an Informationen bieten, um dem potentiellen Anleger die Grundlagen zu vermitteln, die er für eine fundierte Anlageentscheidung benötigt. Eine solche (enge) Auslegung der Vorschriften der VO (EU) Nr. 583/2010 ist zulässig, da die Verordnung für OGAW konzipiert war und erst durch den nationalen Gesetzgeber über das Kapitalanlagegesetzbuch eine entsprechende Anwendung für geschlossene Publikums-AIF angeordnet wurde. Insofern hat eine Auslegung vor dem Hintergrund des nationalen gesetzgeberischen Willens hinsichtlich geschlossener Publikums-AIF zu erfolgen.

### **(1) Weitere Angaben im Rahmen der Darstellung der Ziele und Anlagepolitik**

Über den Verweis auf die VO (EU) Nr. 583/2010<sup>938</sup> kommen unter anderem diverse weitere Angaben in Bezug auf die Ziele und Anlagepolitik des AIF, die einen Bezug zum Investitionsobjekt aufweisen, zur Anwendung, die in den wesentlichen Anlegerinformationen darzustellen sind:

#### **(a) Anlagekategorien**

Gemäß § 270 Abs. 2 S. 1 KAGB i.V.m. Art. 7 Abs. 1 S. 2 lit. a VO (EU) Nr. 583/2010 sind die Hauptkategorien der in Frage kommenden Vermögensgegenstände, die Gegenstand der Anlage sein können, im Rahmen der Beschreibung der Ziele und Anlagepolitik anzugeben. Aufgrund der zu erfolgenden Festlegung auf die tatsächlich zu erwerbenden Vermögensgegenstände<sup>939</sup> sind nicht nur die potentiellen Vermögensgegenstände, sondern genau die anzugeben, die Gegenstand der Anlage sein *werden*. Darüber hinaus ist die Angabe der „Hauptkategorien“ für geschlossene Publikums-AIF einengend dahingehend zu lesen, dass sämtliche „Kategorien“ an Vermögensgegenständen und nicht nur die wesentlichen dargestellt werden. Denn im Gegensatz zu OGAW, die in viele, auch verschiedene Kategorien an Assets und sehr diversifiziert investieren<sup>940</sup>, erfolgt bei geschlossenen AIF regelmäßig eine Investition in einzelne wenige Objekte<sup>941</sup>. Diese können aufgrund der zuvor erfolgten Eingrenzung genau benannt werden.

---

<sup>937</sup> Ebenfalls für eine Individualisierung der aufzunehmenden Informationen (zum Vermögensanlagen-Informationsblatt) *Rinas/Pobortscha*, BB 2012, 1615 (1617, 1619); bereits die BaFin äußerte sich zu den Produktinformationsblättern nach § 31 Abs. 3a S. 1 WpHG dahingehend, dass eine abstrakte und oberflächliche Darstellung der Produktbeschreibung nicht ausreichend sei, BaFin, Prüfergebnisse der BaFin zu den Informationsblättern nach § 31 Abs. 3a WpHG, Bericht über die Prüfergebnisse der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zu den von Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten verwendeten seit Juli 2011 gesetzlich vorgeschriebenen Informationsblättern nach § 31 Abs. 3a WpHG v. 5.12.2011, II. 1.

<sup>938</sup> Die inhaltlichen Vorgaben zu Art. 7 VO (EU) Nr. 583/2010 (Inhaltliche Beschreibung der Ziele und Anlagepolitik) gelten als schwer verständlich und unübersichtlich dargestellt, *Rozok*, in: Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher, InvG, § 42 Rn. 64.

<sup>939</sup> Siehe 4. Teil BI4a).

<sup>940</sup> Art. 1 Abs. 2 S. 1 lit. a OGAW-RL; vgl. *Möllers*, BKR 2011, 353 (353); vgl. *Weitnauer*, BKR 2011, 143 (144).

<sup>941</sup> *Reiter*, in: Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, 9. Teil Rn. 9.25, S. 1205.

## **(b) Anlageziel im Hinblick auf bestimmte Anlagekategorien**

Sofern ein bestimmtes Ziel in Bezug auf einen branchenspezifischen, geografischen oder anderen Marktsektor bzw. in Bezug auf spezifische Vermögenswertkategorien verfolgt wird, ist dieser Umstand anzugeben, § 270 Abs. 2 S. 1 i.V.m. Art. 7 Abs. 1 S. 2 lit. c VO (EU) Nr. 583/2010.

## **(c) Diskretionäre Anlagewahl**

Trotz der hinreichend bestimmten Eingrenzung, die im Hinblick auf eine Festlegung der Vermögensgegenstände auch bei Blind Pools getätigt werden muss, verbleibt für die Fondsmanager ein Ermessensspielraum bei der Auswahl der konkreten Anlageobjekte. Gemäß § 270 Abs. 2 S. 1 KAGB i.V.m. Art. 7 Abs. 1 S. 2 lit. d VO (EU) Nr. 583/2010 soll der Anleger in den wesentlichen Anlegerinformationen auch darüber unterrichtet werden, ob der geschlossene Publikums-AIF eine diskretionäre Anlagewahl gestattet und ob dieser Ansatz eine Bezugnahme auf einen Referenzwert beinhaltet oder impliziert, und wenn ja, welchen. Für geschlossene Publikums-AIF, die als Blind Pools konzipiert sind, bedeutet dies, dass der Umfang an Ermessen, der dem Fondsmanagement bei der Auswahl der Vermögensgegenstände verbleibt, dargestellt und – sozusagen als Referenzwert – in Bezug zu den Investitionskriterien, die sein Ermessen einschränken, gesetzt werden muss.

## **(2) Risiko- und Ertragsprofil des AIF**

Gemäß § 270 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 166 Abs. 2 Nr. 3 KAGB<sup>942</sup> haben die wesentlichen Anlegerinformationen auch Angaben zum Risiko- und Ertragsprofil der Anlage zu enthalten. Die Angabepflicht wird von § 270 Abs. 2 S. 1 Nr. 5 KAGB modifiziert<sup>943</sup>: Art. 4 Abs. 8, 8 f. VO (EU) Nr. 583/2010 sind nicht anzuwenden<sup>944</sup> und stattdessen die wesentlichen Chancen und Risiken, die mit einer Anlage verbunden sind, zu beschreiben<sup>945</sup>. Desweiteren ist auf die wesentlichen Risiken, die Einfluss auf das Risikoprofil des geschlossenen Publikums-AIF haben, hinzuweisen. Als wesentlich wird ein Risiko angesehen, wenn mehr als geringfügige materielle Verluste für die Anleger oder den Fondsmanager oder eine Gefährdung des Marktes entstehen können<sup>946</sup>. Die Risikobewertung erfolgt anhand der Bestimmung möglicher Verlusthöhen und deren Eintrittswahrscheinlichkeit<sup>947</sup>. Insbesondere sind die Risiken der Investitionen in die Vermögensgegenstände, in die der geschlossene AIF investiert, zu bezeichnen. Es ist ein Hinweis auf die entsprechende Stelle im Prospekt aufzunehmen. Die Darstellung muss den Anleger in die Lage versetzen, die Bedeutung und die Wirkung der verschiedenen Risikofaktoren zu verstehen. Hinsichtlich der Anforderungen, die an den Detailgrad der Darstellung gestellt werden, kann auf die Ausführungen

---

<sup>942</sup> § 166 Abs. 2 Nr. 3 KAGB entspricht dem aufgehobenen § 42 Abs. 2 S. 1 Nr. 3 InvG, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 257.

<sup>943</sup> § 270 Abs. 2 S. 1 Nr. 5 KAGB basiert auf § 42 Abs. 2a InvG, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 274.

<sup>944</sup> Dies betrifft vor allem die Angabe eines synthetischen Risikodiktors auf einer Punkteskala. Angaben zur Volatilität des Fonds sind bei geschlossenen AIF aufgrund der Langfristigkeit der Investition und der Art der Anlage in meist Sachwerte ohne merklichen Mehrwert.

<sup>945</sup> Silberberger, in: Weitnauer/Boxberger/Anders, KAGB, § 270 KAGB Rn. 9.

<sup>946</sup> Josek, in: Dornseifer/Jesch/Klebeck/ Tollmann, AIFM-RL, Art. 15 Rn. 183.

<sup>947</sup> Josek, in: Dornseifer/Jesch/Klebeck/ Tollmann, AIFM-RL, Art. 15 Rn. 215.

hinsichtlich der Erläuterung des Risikoprofils im Verkaufsprospekt verwiesen werden<sup>948</sup>. Die Darstellung des Risiko- und Ertragsprofils muss beschreibend sein; eine Risikokennziffer genügt nicht, da eine mathematische Kennziffer bei geschlossenen Publikums-AIF als nicht sinnvoll erscheint<sup>949</sup>. Die Risiken müssen hinreichend individualisiert<sup>950</sup> unter Bezugnahme auf die entsprechende Festlegung der Vermögensgegenstände dargestellt werden. Zudem muss auf das Blind Pool-Risiko hingewiesen werden<sup>951</sup>.

### (3) Kostendarstellung

Gemäß § 270 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 166 Abs. 2 Nr. 4 KAGB sind die Kosten und Gebühren aufzunehmen. Art. 10 bis 14 VO (EU) Nr. 583/2010, die über § 270 Abs. 2 S. 1 KAGB anwendbar sind, enthalten weitere Regelungen zu den Kosten. Gemäß § 270 Abs. 2 S. 1 Nr. 3 KAGB umfassen die in Art. 10 Abs. 2 litt. b f. VO (EU) Nr. 583/2010 genannten Kosten die mit der Anlage in den geschlossenen Publikums-AIF verbundenen Kosten und Provisionen<sup>952</sup>. Über § 270 Abs. 2 S. 1 KAGB i.V.m. Art. 10 Abs. 2 lit. c VO (EU) Nr. 583/2010 muss die Kostenaufstellung auch eine Auflistung und Erläuterung der Kosten, die dem AIF unter bestimmten Bedingungen berechnet werden, enthalten. Derartige Kosten, die in Zusammenhang mit den Vermögensgegenständen stehen oder stehen können, sind erst ermittelbar, wenn die konkreten Strategien und tatsächlichen Vermögensgegenstände, in die der AIF investieren wird, festgelegt sind. Hierauf genau sind die Angaben dann auch abzustimmen. Das Bezugsobjekt der Kostendarstellung darf auch bei Blind Pools nicht nur die Assetklasse, sondern es müssen die hinreichend bestimmten Vermögensgegenstände sein. Durch eine derartig individualisierte Angabe wird das Anlageprodukt für den Kleinanleger verständlich und bietet ihm die Basis für eine fundierte Anlageentscheidung.

Zudem hat die Verwaltungsgesellschaft in den wesentlichen Anlegerbedingungen eine Gesamtkostenquote auszuweisen, § 270 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 166 Abs. 5 KAGB<sup>953</sup>. Sofern in den Anlagebedingungen eine zusätzliche Verwaltungsvergütung für den Erwerb, die Veräußerung oder die Verwaltung von Vermögensgegenständen nach § 261 Abs. 1 Nr. 1 KAGB vereinbart wurde, ist gemäß § 270 Abs. 4 KAGB<sup>954</sup> diese Vergütung neben der Gesamtkostenquote nach § 166 Abs. 5 KAGB gesondert als Prozentsatz

---

<sup>948</sup> 4. Teil BI3c)(1).

<sup>949</sup> *Weitnauer*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 161 (189 Rn. 469).

<sup>950</sup> Vgl. zur Risikodarstellung der wesentlichen Anlegerinformationen nach § 42 Abs. 2 InvG *Reiter/Plumridge*, WM 2012, 388 (389).

<sup>951</sup> Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer, FN-IDW 2006, 489 (Anlage 6 zu IDW S 4: Besonderheiten bei Blind-Pool-Konzeptionen, zu 3.3.).

<sup>952</sup> Diese Ausführung dient – in Anlehnung an § 13 Abs. 2 Nr. 5 VermAnlG – der Klarstellung, dass von dem Begriff der Kosten auch die mit der Vermögensanlage verbundenen Provisionen umfasst sind, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 274.

<sup>953</sup> § 166 Abs. 5 KAGB basiert maßgeblich auf § 41 Abs. 2 InvG, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 258.

<sup>954</sup> § 270 Abs. 4 KAGB beruht auf § 41 Abs. 2 S. 5 InvG, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 274.

des durchschnittlichen Nettoinventarwertes des geschlossenen Publikums-AIF anzugeben. Ob zusätzliche Vergütungen für gewisse weitere Tätigkeiten anfallen, kann ebenfalls erst nach der Konzeptionierung und Festlegung der Investitionsobjekte final bestimmt werden.

#### **(4) Prognosen**

Sofern gemäß Art. 15 Abs. 4 VO (EU) Nr. 583/2010, der über § 270 Abs. 2 S. 1 KAGB auf geschlossene Publikums-AIF anwendbar ist, keine Daten über die frühere Wertentwicklung für ein vollständiges Kalenderjahr vorliegen, sind gemäß § 270 Abs. 2 S. 1 Nr. 4 KAGB anstelle der bisherigen Wertentwicklung im Sinne von § 166 Abs. 2 Nr. 5 KAGB die Aussichten für die Kapitalrückzahlung und Erträge unter verschiedenen Marktbedingungen in Form einer Illustration darzustellen<sup>955</sup>. Die Illustration muss mindestens drei zweckmäßige Szenarien der potenziellen Wertentwicklung des geschlossenen Publikums-AIF enthalten. Daneben ist eine Erklärung aufzunehmen, dass noch keine ausreichenden Daten vorhanden sind, um den Anlegern nützliche Angaben über die frühere Wertentwicklung zu machen, § 270 Abs. 2 S. 1 KAGB i.V.m. Art. 15 Abs. 4 VO (EU) Nr. 583/2010.

#### **(5) Beschreibung der Auswahl von Dachfonds**

Sofern der geschlossene AIF als Dachfonds konzipiert ist und in andere geschlossene AIF investiert, ist gemäß § 270 Abs. 2 S. 1 KAGB i.V.m. Art. 28 VO (EU) Nr. 583/2010 im Rahmen der Beschreibung der Ziele und Anlagepolitik eine kurze Erläuterung der Art und Weise, wie diese anderen geschlossenen AIF kontinuierlich auszuwählen sind, vorzunehmen. Wegen der Wesentlichkeit des Zielobjekts für die potentiellen Anleger von geschlossenen Publikums-AIF im Rahmen ihrer Anlageentscheidung muss aber zusätzlichen in den wesentlichen Anlegerinformationen bei Dachfonds eine vollständige Darstellung der geforderten Angaben hinsichtlich des finalen Zielobjekts vorgenommen werden. Nur eine Beschreibung der Auswahlkriterien der Zwischengesellschaft als direktes Investment wird der Struktur geschlossener Publikums-AIF, bei denen eine langfristige Anlage im Fokus steht und die Anlage nicht regelmäßig zurückgegeben werden kann<sup>956</sup>, nicht gerecht. Nur eine ausreichende Information über das letztendliche Zielobjekt, das die Beurteilung des AIF, wenn auch über Zwischengesellschaften, prägt, gibt den wesentlichen Anlegerinformationen die notwendige inhaltliche Qualität.

### **5. Exkurs: Vertrieb von EU- und ausländischen AIF**

Die produktrechtliche Lösung, Black Blind Pools nicht für ein Kleinanlegerpublikum zugänglich zu machen, versucht der Gesetzgeber auch im Bereich ausländischer Fonds, die auf dem deutschen Markt vertrieben werden sollen, zu implementieren.

---

<sup>955</sup> Die Anpassung des § 166 Abs. 2 S. 1 Nr. 5 KAGB an geschlossene Publikums-AIF in § 270 Abs. 2 S. 1 Nr. 4 KAGB basiert auf § 13 Abs. 2 Nr. 4 VermAnlG, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 274.

<sup>956</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 272; vgl. *van Kann/Redeker/Keilweit*, DStR 2013, 1483 (1485).

#### a) Grundsatz: Entsprechende Anwendung der Regelungen inländischer AIF

Eine grenzüberschreitende Verwaltung von (inländischen) geschlossenen Publikums-AIF durch EU-AIF-Verwaltungsgesellschaften oder ausländische AIF-Verwaltungsgesellschaften ist nicht zulässig<sup>957</sup>. Der Vertrieb von Anteilen oder Aktien an EU-AIF und ausländischen AIF an Privatanleger im Geltungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuchs ist nur unter den Voraussetzungen der §§ 317 bis 320 KAGB möglich, § 295 Abs. 1 S. 2 KAGB<sup>958</sup>. Diese Normen verweisen weitestgehend auf die für inländische AIF anwendbaren Vorschriften und bezwecken so eine weitgehende Angleichung der Produktregulierung für EU- und ausländischen AIF an die für inländische AIF geltende<sup>959</sup>. Vor dem beabsichtigten Vertrieb muss ein dem Verfahren für inländische AIF entsprechendes Vertriebsanzeigeverfahren durchlaufen werden, § 320 KAGB<sup>960</sup>. Im Rahmen der Anzeige sind ebenfalls unter anderem Anlagebedingungen, die Satzung bzw. der Gesellschaftsvertrag des EU-AIF oder ausländischen AIF sowie ein Verkaufsprospekt und wesentliche Anlegerinformationen über den angezeigten AIF vorzulegen, § 320 Abs. 1 S. 2 Nr. 3 KAGB<sup>961</sup>. Der deutsche Kleinanleger soll unabhängig davon, ob er in einen inländischen oder in einen EU- oder ausländischen AIF investiert, den gleichen Schutz genießen können<sup>962</sup>. Für EU-AIF oder ausländische AIF, die an Kleinanleger vertrieben werden sollen<sup>963</sup>, regelt § 317 KAGB die Voraussetzungen für die Zulässigkeit des Vertriebs<sup>964</sup>. Die Anlagebedingungen, die Satzung oder der Gesellschaftsvertrag müssen gemäß § 317 Abs. 1 Nr. 7 lit. b KAGB die Mindestinhalte nach § 266 KAGB, der die Anforderungen an die Anlagebedingungen geschlossener inländischer AIF normiert, aufweisen<sup>965</sup>. AIF, die diese zusätzlichen Anforderungen nicht erfüllen, wird der Zutritt zum Markt der Privatanleger im Inland verwehrt<sup>966</sup>. Ebenso verweisen die inhaltlichen Anforderungen an den Prospekt und die wesentlichen Anlegerinformationen, die gemäß § 318 KAGB auch für EU-AIF und ausländische AIF erstellt werden müssen<sup>967</sup>, weitestgehend auf die Vorschriften, die für geschlossene inländische AIF gelten<sup>968</sup>. So muss der Prospekt gemäß § 318 Abs. 1 KAGB unter anderem weitestgehend die in § 165

---

<sup>957</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 272.

<sup>958</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 278; *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 230 f.

<sup>959</sup> *Klebeck/Kolbe*, BB 2014, 707 (709).

<sup>960</sup> *Dieske*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 320 KAGB Rn. 6 f.

<sup>961</sup> Regelungen zu den Veröffentlichungspflichten, vor allem in Bezug auf den Prospekt, die Anlagebedingungen und die Satzung bzw. den Gesellschaftsvertrag befinden sich in § 299 KAGB.

<sup>962</sup> *Klebeck/Kolbe*, BB 2014, 707 (709).

<sup>963</sup> Zum Vertrieb von EU- und ausländischen AIF bzw. dem Vertrieb durch EU- und ausländische-AIFM auch *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89 (98 f.) und *Wallach*, RdF 2013, 92 (101 f.).

<sup>964</sup> *Hartrott/Goller*, BB 2013, 1603 (1609 f.).

<sup>965</sup> *Klebeck/Kolbe*, BB 2014, S. 707 (709); *Dieske*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 317 KAGB Rn. 18 f., 21.

<sup>966</sup> *Burgard/Heimann*, WM 2014, 821 (829).

<sup>967</sup> *Hartrott/Goller*, BB 2013, 1603 (1610).

<sup>968</sup> Hierzu auch BaFin, Merkblatt für Anzeigen beim beabsichtigten Vertrieb von EU-AIF oder ausländischen AIF an Privatanleger in der Bundesrepublik Deutschland nach § 320 Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) v. 17.06.2014, B. II., S. 52 ff.

Abs. 2 bis 7 und 9 KAGB und § 269 Abs. 2 und 3 KAGB geforderten Angaben enthalten<sup>969</sup>. Bezüglich der wesentlichen Anlegerinformationen gilt § 270 KAGB entsprechend.

Durch die weitgehende entsprechende Anwendung der für inländische geschlossene Publikums-AIF normierten Vorschriften<sup>970</sup> muss bei der Auslegung der inhaltlichen Anforderung der jeweiligen Angaben der gleiche Maßstab angelegt werden. Dies gilt vor allem in Bezug auf Investitionsobjekte, die für den EU-AIF und den ausländischen AIF erworben werden, sowie die in Abhängigkeit zu diesen stehenden Angaben (wie die Darstellung der Risiken des AIF oder Prognosen). Dies begründet sich wie folgt:

Der nationale Gesetzgeber hat von der Öffnungsklausel des Art. 43 Abs. 1 Unterabs. 1 AIFM-RL Gebrauch gemacht und den Vertrieb an Privatanleger überhaupt zugelassen. Dabei hat er aber bewusst ein höheres Schutzniveau als es nach der Richtlinie für professionelle Anleger vorgesehen war angesetzt<sup>971</sup>. Dazu zählt, dass bei inländischen geschlossenen Publikums-AIF ein reines Blind Pooling (Black Blind Pools) verhindert werden soll<sup>972</sup>. Im Rahmen der Zulässigkeit des Vertriebs auch von EU-AIF und ausländischen AIF an Kleinanleger hat sich der Gesetzgeber zum Ziel gesetzt, eine weitgehende Äquivalenz zu inländischen Publikums-AIF herzustellen<sup>973</sup>. Dies führte dazu, dass ausdrücklich auch die „Verhinderung des sog. ‚blind pooling‘ bei geschlossenen Investmentvermögen“ in Bezug auf EU-AIF und ausländische AIF bei einem Vertrieb an Kleinanleger zur Anwendung gebracht wurde (über § 317 Abs. 1 Nr. 7 lit. b KAGB)<sup>974</sup>. Ein Vertrieb von geschlossenen AIF, die als Black Blind Pools konzipiert sind, an Privatanleger soll also verhindert werden, unabhängig davon, ob die AIF inländischen oder ausländischen Rechtsstrukturen unterliegen. Das Ziel des Gesetzgebers könnte ansonsten zu leicht durch regulatorische Arbitrage<sup>975</sup> konterkariert werden und so der erstrebte, verschärfte Anlegerschutz ausgehebelt werden.

Das bedeutet, dass die inhaltlichen Anforderungen, die im Hinblick auf geschlossene Blind Pool-AIF entwickelt und dargestellt worden sind<sup>976</sup>, nicht nur für den Vertrieb von inländischen AIF an Privatanleger Geltung beanspruchen, sondern ebenso, wenn EU-AIF oder ausländische AIF an Privatanleger im Rahmen des Geltungsbereichs des Kapitalanlagegesetzbuchs vertrieben werden. Das jeweilige Fondsmanagement hat also zwingend festzulegen, in welche Vermögensgegenstände der AIF tatsächlich investieren wird. Da nicht die Bestimmung konkreter Anlageobjekte gefordert wird, kann die Festlegung

---

<sup>969</sup> Dies gilt gemäß § 318 Abs. 3 KAGB auch für den Fall, dass eine EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft oder eine ausländische AIF-Verwaltungsgesellschaft nach der Prospektrichtlinie einen Prospekt veröffentlichen müssen und dieser die Mindestangaben nach dem Wertpapierprospektgesetz i.V.m. der Prospektverordnung enthält.

<sup>970</sup> *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89 (98 f.); *Dieske*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 317 KAGB Rn. 19, 21; vgl. *Breilmann/Fuchs*, WM 2013, 1437 (1441).

<sup>971</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 286; vgl. *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89 (97).

<sup>972</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 272.

<sup>973</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 286; *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89 (98 f.).

<sup>974</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 286.

<sup>975</sup> Siehe Fn. 616.

<sup>976</sup> 4. Teil B11-4.

der Vermögensgegenstände auch durch eine hinreichend bestimmte Eingrenzung der Investitionskriterien erfolgen<sup>977</sup>. Entsprechen ausländische AIF diesen Bestimmungen nicht, soll ihnen der Markt für Privatanleger verwehrt sein<sup>978</sup>.

## b) Kollision mit der Prospektrichtlinie

Etwas anderes gilt für EU- oder ausländische AIF, wenn und soweit sie zugleich den Regelungen der Prospektrichtlinie und der Prospekt-Verordnung unterliegen und damit über den europäischen Prospektpass<sup>979</sup> im Inland vertrieben werden können<sup>980</sup>. Zu Überschneidungen kann es kommen, sofern ein geschlossener AIF in einer Rechtsform aufgelegt wird, bei der die Anteile in Wertpapieren begeben und die Rechte der Anleger am Vermögen verbrieft sind<sup>981</sup>. Die Überschneidungsmöglichkeiten werden bereits im Rahmen der AIFM-Richtlinie angesprochen<sup>982</sup>, jedoch weder dort noch im Kapitalanlagegesetzbuch<sup>983</sup> konkret aufgelöst<sup>984</sup>. Eine Einhaltung der national für Publikums-AIF aufgestellten Produkt- und Vertriebsregelungen geht mit dieser Regelung allerdings nicht einher: Denn die Möglichkeit, den Vertrieb von AIF an Kleinanleger sowie entsprechende Regelungen nach nationalem Recht vorzusehen, besteht nur „unbeschadet anderer Rechtsakte der Union“ (Art. 43 Abs. 1 AIFM-RL), wozu die Prospektrichtlinie zählt. Nach dem Kapitalanlagegesetzbuch aufgestellte Zusatzpflichten, die auch den Geltungsbereich der Regelungen zu Wertpapieren, die von Organismen für gemeinsame Anlagen des geschlossenen Typs ausgegeben werden (Anhang XV Prospekt-VO), betreffen, sind daher unzulässig<sup>985</sup>.

---

<sup>977</sup> 4. Teil BI2a)(2). Diese im Rahmen der Anlagebedingungen entwickelten Anforderungen finden dann entsprechend Anwendung auf die Darstellung im Prospekt und den wesentlichen Anlegerinformationen.

<sup>978</sup> *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89 (98 f.).

<sup>979</sup> Basierend auf Art. 17 Prospekt-RL; *Zeising*, in: Just/Voß/Ritz/Zeising, WpPG, § 17 Rn. 11; *Straßner*, in: Heidel, Aktienrecht, § 17 WpPG Rn. 1 f.; *Weber*, NJW 2004, 3674 (3677); *Holzborn/Schwarz-Gondek*, BKR 2003, 927 (931).

<sup>980</sup> Eingehend *Zetzsche*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 131 (144 ff. Rn. 348 ff.).

<sup>981</sup> „Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen“, Art. 2 Abs. 1 lit. p Prospekt-RL. Anhang XV der Prospekt-VO sieht insbesondere Regelungen für Wertpapiere, die von Organismen für gemeinsame Anlagen des geschlossenen Typs ausgegeben werden, vor.

<sup>982</sup> „Darüber hinaus können...etwa die Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist...ebenfalls den Vertrieb von AIF an Anleger in der Union regeln.“, Erwägungsgrund Nr. 60 AIFM-RL, Abl. L 174 v. 01.07.2011, S. 9.

<sup>983</sup> Erwägungsgrund Nr. 60 AIFM-RL, Abl. L 174 v. 01.07.2011, S. 9, sowie Artikel 61 Abs. 2 AIFM-RL sind in § 295 Abs. 8 S. 1 KAGB aufgenommen worden, wonach die Regelungen des Wertpapierprospektgesetzes und der Prospektrichtlinie unberührt bleiben, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 279; *Paul*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 295 KAGB Rn. 46.

<sup>984</sup> Es erfolgt lediglich der Hinweis, dass dann beide Regime (AIFM-Richtlinie und Prospektrichtlinie) Anwendung finden („...It follows that in such cases the rules of the Prospectus Directive will also apply. Therefore both regimes apply.“), siehe <http://ec.europa.eu/yqol/index.cfm?fuseaction=question.show&questionId=1178> (Abruf v. 30.12.2014) (Q&A-Verfahren, Antwort der Europäischen Kommission).

<sup>985</sup> *Zetzsche*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S.131 (146 ff. Rn. 352 ff.); vgl. *Zetzsche*, in: *Zetzsche*, AIFMD, S. 39 (70).

Gestaltungsmöglichkeiten bestehen zwar durch die unterschiedlichen Rechtsstrukturen im europäischen und außereuropäischen Ausland<sup>986</sup>. Ob damit einhergehen wird, dass die besonderen Regelungen für Publikums-AIF, vorliegend insbesondere auch das Verbot von Black Blind Pools, durch die Auflegung nicht inländischer Fonds und deren Vertrieb über den europäischen Pass im Inland ausgehebelt werden, mag bezweifelt werden. Die Attraktivität inländischer Personengesellschaften als Vehikel für geschlossene Fonds bzw. nunmehr der Investmentkommanditgesellschaft für geschlossene AIF ist durch ihre steuerlichen Vorteile begründet<sup>987</sup>. Bei einer Investition in ausländische AIF wird anhand eines Rechtstypenvergleichs ermittelt, ob eine Vergleichbarkeit mit den inländischen Strukturen der GmbH & Co. KG (Publikumskommanditgesellschaft) besteht<sup>988</sup>. Sofern ausländische AIF jedoch als in Wertpapieren verbriefte Anlageformen aufgelegt werden (womit sie den europäischen Pass nutzen könnten), fehlt es in der Regel an einer Vergleichbarkeit mit inländischen Personengesellschaftsstrukturen, sodass (inländische) Anleger derartiger AIF regelmäßig nicht in der Genuss der steuerlichen Vorteile gelangen können. Dies dürfte es ausländischen geschlossenen Publikums-AIF schwer machen, sich gegenüber herkömmlichen inländischen Fondsmodellen zu etablieren und diese zu verdrängen. Die Gefahr der Umgehung der inländischen Regelungen für geschlossene Publikums-AIF, indem über den Prospektpass ausländische geschlossene Fondsstrukturen im Inland platziert werden, dürfte daher als gering eingestuft werden. Das Ziel der Verhinderung sämtlicher Black Blind Pools für Kleinanleger, auch ausländischer, die den Zugang zum deutschen Markt suchen, setzte der nationale Gesetzgeber in Teilen überschießend um.

## **6. Auswirkungen mangelnder Konkretisierung der Investitionsobjekte**

Das zum Ausdruck gebrachte Ziel des Gesetzgebers, reine Blind Pools im Bereich geschlossener Publikums-AIF zu verhindern, führt dazu, dass in den Anlagebedingungen, dem Verkaufsprospekt und den wesentlichen Anlegerinformationen eine tatsächliche Festlegung des Fondsmanagements in Bezug auf die Vermögensgegenstände, in die der geschlossene Publikums-AIF investieren wird, zu erfolgen hat. Fraglich ist, welche Folgen es hat, wenn das Fondsmanagement die geforderte, hinreichend bestimmte Konkretisierung nicht vornimmt und dadurch die potentiellen Anleger nicht in ausreichendem Maße über die Verwendung ihres einzusetzenden Kapitals informiert werden.

---

<sup>986</sup> *Klebeck/Kolbe*, BB 2014, 707 (709).

<sup>987</sup> Die Besteuerung von Personen-Investmentgesellschaften bzw. ihrer Anleger richtet sich gemäß § 18 InvStG weiterhin nach den allgemeinen Grundsätzen für Personengesellschaften, *Simonis/Grabbe/Faller*, DB 2014, 16 (20); *Mardini*, DB0662555 v. 20.05.2014; *Jesch/Klebeck/Bragrock*, in: *Jesch/Klebeck/Dobrauz-Saldapenna*, Investmentrecht, S. 45 Rn. 203.

<sup>988</sup> *Levedag*, in: *Gummert/Weipert*, MüHB Gesellschaftsrecht II, § 71 Rn. 266; auch zur begrifflichen Problematik des Vergleichsobjekts der „Investitionskommanditgesellschaft“, *Buge*, DB0648367 v. 29.01.2014.

### a) Anlagebedingungen

Die Anlagebedingungen bedürfen gemäß § 267 Abs. 1 KAGB<sup>989</sup> der Genehmigung der BaFin<sup>990</sup>. Für Publikums-AIF geht der nationale Gesetzgeber damit über die Regelung in Art. 7 Abs. 3 lit. c AIFM-RL hinaus<sup>991</sup>, nach der die Vertragsbedingungen von Spezial-AIF der Aufsichtsbehörde nur vorgelegt werden müssen. Die Genehmigung ist dann zu erteilen, wenn die Anlagebedingungen den gesetzlichen Anforderungen entsprechen und der Antrag von einer Kapitalverwaltungsgesellschaft, die diese Art von AIF verwalten darf<sup>992</sup>, beantragt worden ist, § 267 Abs. 2, 1 S. 2 KAGB.

Fraglich ist, ob die Anlagebedingungen nur daraufhin überprüft werden, ob die gesetzlich geforderten Angaben in ihnen enthalten sind, oder ob eine Überprüfung der Angaben dahingehend erfolgt, ob sie den inhaltlichen Anforderungen, die an die Angaben gestellt werden, genügen. Da sich die für geschlossene Publikums-AIF erforderliche Genehmigung an der ehemaligen Regelung des § 43 Abs. 2 S. 1 InvG orientiert<sup>993</sup> und hiernach eine materielle Prüfung vorzunehmen war<sup>994</sup>, spricht dies dafür, dass im Rahmen von § 267 Abs. 2 KAGB die Angaben auch inhaltlich überprüft werden, d.h. dass sie daraufhin überprüft werden, ob sie formell und materiell zulässig sind und auch mit weiteren einschlägigen gesetzlichen Anforderungen übereinstimmen<sup>995</sup>. Zudem ist in der Gesetzesbegründung zu den Anforderungen an die Anlagebedingungen in § 266 Abs. 2 S. 2 KAGB das Ziel des Gesetzgebers aufgeführt, reines Blind Pooling zu verhindern<sup>996</sup>. Ohne eine Überprüfungsmöglichkeit würde die effektive Durchsetzung dieses Ziels der Produktregulierung geschwächt.

Entspricht die Darstellung der Auswahlgrundsätze und die Beschreibung der Vermögensgegenstände, die für den AIF tatsächlich erworben werden, nicht den inhaltlichen Anforderungen des § 266 Abs. 2 S. 2 KAGB i.V.m. § 162 Abs. 2 Nr. 1 KAGB, sind die Anlagebedingungen grundsätzlich nicht genehmigungsfähig. Sind die Voraussetzungen für die Genehmigung nicht erfüllt, hat die BaFin dies dem Antragsteller unter Angabe der Gründe mitzuteilen und fehlende oder geänderte Angaben anzufordern, § 267 Abs. 2 S. 2 KAGB i.V.m. § 163 Abs. 2 S. 2 KAGB<sup>997</sup>. Gemäß § 267 Abs. 2 S. 2 KAGB i.V.m. § 163 Abs. 2 S. 5 KAGB (i.V.m. § 163 Abs. 2 Sätze 1 und 2 KAGB) gilt die Genehmigung jedoch als erteilt,

---

<sup>989</sup> Die Regelung entspricht dem aufgehobenen § 43 Abs. 2 S. 1 InvG, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 272. Hiernach bedurften die Vertragsbedingungen bereits der Genehmigung der BaFin, *Rozok*, in: Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher, InvG, § 43 Rn. 32 ff.

<sup>990</sup> *Van Kann/Redeker/Keiluweit*, DStR 2013, 1483 (1484); vgl. *Wallach*, RdF 2013, 92 (95).

<sup>991</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 272.

<sup>992</sup> Eine grenzüberschreitende Verwaltung von geschlossenen Publikums-AIF durch EU-AIF-Verwaltungsgesellschaften oder ausländische AIF-Verwaltungsgesellschaften ist nicht zulässig, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 272.

<sup>993</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 272.

<sup>994</sup> *Schmitz*, in: Berger/Steck/Lübbehüsen, InvG, § 43 Rn. 22 f.; *Rozok*, in: Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher, InvG, § 43 Rn. 41, 45 ff.; *Fragos*, Das neue europäische und deutsche Investmentrecht, 2. Kap. § 22, S. 141 (zu § 43 InvG i.d.F.v. 01.01.2004); für eine formelle und materielle Prüfung ebenfalls *Silberberger*, in: Weitnauer/Boxberger/Anders, KAGB, § 267 KAGB Rn. 5.

<sup>995</sup> *Silberberger*, in: Weitnauer/Boxberger/Anders, KAGB, § 267 KAGB Rn. 5; *Dieske*, in: Weitnauer/Boxberger/Anders, KAGB, § 316 KAGB Rn. 15.

<sup>996</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 272.

<sup>997</sup> *Bußalb*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 221 (241 Rn. 618).

wenn über den Genehmigungsantrag nicht innerhalb einer Frist von vier Wochen nach Eingang des Genehmigungsantrags entschieden worden ist und keine Mitteilung darüber erfolgt ist, dass die Voraussetzungen für die Genehmigung nicht erfüllt sind (sog. Genehmigungsfiktion<sup>998</sup>).

Eine fehlende Genehmigung der Anlagebedingungen führt dazu, dass die Frist zur Prüfung der Unterlagen im Rahmen der Vertriebsanzeige gemäß § 316 KAGB gar nicht erst zu laufen beginnt<sup>999</sup>. Die Mitteilung der BaFin, ob die Kapitalverwaltungsgesellschaft mit dem Vertrieb des angezeigten AIF beginnen kann, erfolgt innerhalb von 20 Arbeitstagen nach Eingang der vollständigen Anzeigeunterlagen sowie der Genehmigung der Anlagebedingungen und der Verwahrstelle, § 316 Abs. 3 S. 1 KAGB. Da die Prüfung von Verkaufsprospekt und wesentlichen Anlegerinformationen erst sinnvoll ist, wenn die Genehmigung zur Verwahrstelle und den Anlagebedingungen vorliegt<sup>1000</sup>, wird der Fristbeginn gemäß § 316 Abs. 3 S. 1 KAGB an das Vorliegen dieser Genehmigungen geknüpft. Solange die Anlagebedingungen nicht genehmigt sind, dürfen sie dem Verkaufsprospekt nicht beigefügt werden, § 267 Abs. 2 S. 2 KAGB i.V.m. § 163 Abs. 2 S. 9 KAGB. Für den Vertrieb von Publikums-AIF ist es gemäß § 297 Abs. 2 S. 2 KAGB aber erforderlich, dass den potentiellen Privatanlegern unter anderem der Verkaufsprospekt zur Verfügung gestellt wird; und der Prospekt hat gemäß § 297 Abs. 3 KAGB grundsätzlich die Anlagebedingungen zu enthalten (es sei denn, dass der Prospekt einen Hinweis enthält, wo die Anlagebedingungen kostenlos erhalten werden können). Werden die Anlagebedingungen trotz mangelnder Genehmigung vorsätzlich oder leichtfertig dem Prospekt beigefügt, bedeutet dies zudem die Begehung einer Ordnungswidrigkeit, § 340 Abs. 2 Nr. 16 KAGB i.V.m. § 267 Abs. 2 S. 2 KAGB i.V.m. § 163 Abs. 2 S. 9 KAGB.

Eine spezialgesetzliche Haftungsnorm findet sich in Bezug auf die Anlagebedingungen trotz ihrer Bedeutung im Kapitalanlagegesetzbuch nicht, sodass allenfalls die allgemeinen schuldrechtlichen und deliktsrechtlichen Haftungsnormen greifen können<sup>1001</sup>.

## **b) Verkaufsprospekt und wesentliche Anlegerinformationen**

Der Prospekt und die wesentlichen Anlegerinformationen erfahren eine Prüfung durch die BaFin im Rahmen der Vertriebsanzeige gemäß § 316 KAGB. Beabsichtigt eine Kapitalverwaltungsgesellschaft, Anteile an inländischen Publikums-AIF im Inland zu vertreiben, so hat sie dies der BaFin anzuzeigen, § 316 Abs. 1 S. 1 KAGB<sup>1002</sup>. Im Rahmen der Anzeige sind gemäß § 316 Abs. 1 S. 2 Nrn. 2 und 4 KAGB unter anderem die Anlagebedingungen und ggf. die Satzung bzw. der Gesellschaftsvertrag des angezeigten AIF sowie der Verkaufsprospekt<sup>1003</sup> und die wesentlichen Anlegerinformationen mit einzureichen. Die BaFin prüft zunächst die Vollständigkeit der Unterlagen und fordert ggf. eine ergänzende

---

<sup>998</sup> Silberberger, in: Weitnauer/Boxberger/Anders, KAGB, § 267 KAGB Rn. 4; Bußalb, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 221 (241 Rn. 618).

<sup>999</sup> Dieske, in: Weitnauer/Boxberger/Anders, KAGB, § 316 KAGB Rn. 8.

<sup>1000</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 285.

<sup>1001</sup> Möllers, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 247 (254 f. Rn. 647).

<sup>1002</sup> Hartrott/Goller, BB 2013, 1603 (1609).

<sup>1003</sup> Oder die Angaben gemäß § 269 KAGB in einem Prospekt, der gemäß dem Wertpapierprospektgesetz oder der Prospektrichtlinie zu erstellen ist und zusätzlich die Angaben gemäß § 269 KAGB enthält, § 295 Abs. 8 S. 2 KAGB.

Anzeige an § 316 Abs. 2 KAGB. Sobald die vollständigen Unterlagen sowie die erforderliche Genehmigung der Anlagebedingungen bei der BaFin eingegangen sind, werden diese geprüft und der Kapitalverwaltungsgesellschaft innerhalb von 20 Arbeitstagen mitgeteilt, ob mit dem Vertrieb des angezeigten AIF begonnen werden kann, § 316 Abs. 3 S. 1 KAGB. Die BaFin kann die Aufnahme des Vertriebs untersagen, wenn die Kapitalverwaltungsgesellschaft oder die Verwaltung des angezeigten AIF durch die Kapitalverwaltungsgesellschaft gegen die Vorschriften dieses Gesetzes verstößt, § 316 Abs. 3 S. 2 KAGB.

### (1) Prüfungsmaßstab

Das Gesetz schweigt zum Prüfungsmaßstab, der bei der Überprüfung der Verkaufsunterlagen anzusetzen ist. § 316 KAGB dient der Umsetzung des Art. 31 AIFM-RL (Vertrieb von Anteilen von EU-AIF im Herkunftsmitgliedstaat des AIFM)<sup>1004</sup>, wobei von der Möglichkeit, beim Vertrieb gegenüber Privatanlegern über das Schutzniveau der Richtlinie herauszugehen, Gebrauch gemacht worden ist<sup>1005</sup>. Auch Art. 31 AIFM-RL lässt keinen Rückschluss zum Prüfungsmaßstab der Aufsichtsbehörde zu. Die Angaben im Verkaufsprospekt geschlossener Fonds unterlagen nach dem Vermögensanlagengesetz im Rahmen des Billigungsverfahrens einer materiellen Prüfung<sup>1006</sup>. Es wurde (und wird noch<sup>1007</sup>) die Vollständigkeit der Angaben anhand des vorgeschriebenen Mindestinhalts einschließlich der Verständlichkeit und Kohärenz der im Prospekt dargelegten Informationen überprüft, § 8 Abs. 1 S. 2 VermAnlG<sup>1008</sup>. Das zu den wesentlichen Anlegerinformationen geschlossener AIF korrespondierende Vermögensanlagen-Informationsblatt geschlossener Fonds nach dem Vermögensanlagengesetz<sup>1009</sup> unterlag weder einer Prüfung noch einem Billigungsverfahren durch die BaFin<sup>1010</sup>. Die wesentlichen Anlegerinformationen für offene Fonds gemäß § 42 Abs. 2 InvG, auf denen die Regelungen zu den jetzigen wesentlichen Anlegerinformationen nach dem Kapitalanlagegesetzbuch zum Teil basieren<sup>1011</sup>, unterlagen einer formellen und materiellen Überprüfung<sup>1012</sup>.

---

<sup>1004</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 285.

<sup>1005</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 285.

<sup>1006</sup> *Demuth*, AssCompact 03/2013, 70 (70); *Maas/Jäger*, BKR 2010, 316 (317 ff.); vgl. auch *Moritz/Grimm*, BB 2004, 1352 (1355).

<sup>1007</sup> Nur nicht mehr in Bezug auf geschlossene Fonds, da diese grundsätzlich dem Anwendungsbereich des Vermögensanlagengesetzes entzogen sind, sofern sie dem Kapitalanlagegesetzbuch unterliegen.

<sup>1008</sup> *Beck/Maier*, WM 2012, 1898 (1899); *Zingel/Varadinek*, BKR 2012, 177 (177); RegBegr. FinAnlV- und VermAnlR, BT-Drs. 17/6051 v. 06.06.2011, S. 33; *Ritz/Voß*, in: *Just/Voß/Ritz/Zeising*, WpPG, § 13 Rn. 41 f.

<sup>1009</sup> Vgl. RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 273 f.

<sup>1010</sup> RegBegr. FinAnlV- und VermAnlG, BT-Drs. 17/6051 v. 06.06.2011, S. 33.

<sup>1011</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 257 f. Die Anforderungen an die wesentlichen Anlegerinformationen für geschlossene Fonds basieren z.T. auch auf den Vorschriften zum Vermögensanlagen-Informationsblatt nach dem Vermögensanlagengesetz, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 274.

<sup>1012</sup> *Rozok*, in: *Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher*, InvG, § 43 Rn 41, 45 ff.; der zuvor erforderliche vereinfachte Verkaufsprospekt musste ebenso wenig wie der ausführliche Verkaufsprospekt von der BaFin genehmigt werden, *Schmitz*, in: *Berger/Steck/Lübbehüsen*, InvG, § 42 Rn. 34.

Da das Kapitalanlagegesetzbuch den Ansatz verfolgt, den Anlegerschutz zu stärken<sup>1013</sup>, muss davon ausgegangen werden, dass der Prüfungsansatz in Bezug auf den Verkaufsprospekt beibehalten wird<sup>1014</sup>. Auch die Frist zur Prüfung der Unterlagen von 20 Arbeitstagen entspricht der Frist zur Billigung des Prospekts nach dem Vermögensanlagegesetz (§ 8 Abs. 2 VermAnlG). Zudem deuten Teile der Gesetzesbegründung zum Kapitalanlagegesetzbuch ebenfalls auf eine derartige materielle Prüfung hin: Hinsichtlich zweier Prüfungsfristen wird jeweils auf die entsprechende Prüfungsdauer der „materiellen“ Prüfung der Unterlagen in § 316 KAGB Bezug genommen<sup>1015</sup>. Insofern ist davon auszugehen, dass die BaFin eine Überprüfung auf formelle und materielle Anforderungen tätigt<sup>1016</sup>.

Aus dem gleichen Grund gilt Entsprechendes (materielle Überprüfung durch die BaFin) in Bezug auf die wesentlichen Anlegerinformationen<sup>1017</sup>.

## (2) Mögliche Vertriebsuntersagung, Prospektnachtrag

Sofern die BaFin nicht innerhalb der in § 316 Abs. 3 S. 1 KAGB vorgesehenen Prüfungsfrist mitgeteilt hat, ob mit dem Vertrieb begonnen werden kann, gilt die Vertriebsaufnahme nicht automatisch als genehmigt. Eine Genehmigungsfiktion wie bei den Anlagebedingungen über § 267 Abs. 2 S. 2 KAGB i.V.m. § 163 Abs. 2 S. 5 KAGB (i.V.m. § 163 Abs. 2 Sätze 1 und 2 KAGB) ist nicht vorgesehen. Verstößt die Kapitalverwaltungsgesellschaft oder die Verwaltung des angezeigten AIF gegen die inhaltlichen Anforderungen, die gemäß § 269 KAGB i.V.m. § 165 KAGB an den Prospekt<sup>1018</sup> bzw. gemäß § 270 KAGB i.V.m. § 166 KAGB und i.V.m. VO (EU) Nr. 583/2010 an die wesentlichen Anlegerinformationen gestellt werden, kann die BaFin die Aufnahme des Vertriebs gemäß § 316 Abs. 3 S. 2 KAGB untersagen<sup>1019</sup>. Dies gilt vor allem bei einem Verstoß im Rahmen der Darstellungen der Anlagepolitik und -strategie und der Beschreibung der Vermögensgegenstände gemäß § 269 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 165 Abs. 2 Nr. 2 KAGB (Prospekt) bzw. gemäß § 270 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 166 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 KAGB (wesentliche Anlegerinformationen). Die Vertriebsuntersagung stellt eine Ermessensentscheidung dar. Bei einer unzureichenden Festlegung der zu erwerbenden Vermögensgegenstände besteht also das Risiko, dass

---

<sup>1013</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 193; *Bußalb/Unzicker*, BKR 2012, 309 (310).

<sup>1014</sup> Vgl. auch *Röh*, AssCompact 04/2013, 135 (135); *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 236.

<sup>1015</sup> Zu § 316 Abs. 2 KAGB führt die Gesetzesbegründung aus: „Die Frist für die Prüfung der Vollständigkeit entspricht (...) der Frist für die Möglichkeit der materiellen Prüfung der vollständigen Unterlagen.“, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 285. Zu § 321 KAGB wird wie folgt ausgeführt: „Die Frist für die Prüfung der Vollständigkeit entspricht wie (...) in § 316 der Frist für die Möglichkeit der *materiellen* Prüfung der vollständigen Unterlagen.“, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 288.

<sup>1016</sup> So auch *Dieske*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 316 KAGB Rn. 15; a.A. *Jäger/Maas/Renz*, CCZ 2014, 63 (67).

<sup>1017</sup> So auch *Dieske*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 316 KAGB Rn. 15; a.A. *Jäger/Maas/Renz*, CCZ 2014, 63 (67).

<sup>1018</sup> Ggf. auch als zusätzlich aufzunehmende Angaben, wenn eine Prospekterstellung nach dem Wertpapierprospektgesetz erfolgt (vgl. § 268 Abs. 1 S. 3 KAGB). An die Stelle des Verkaufsprospekts in § 316 KAGB treten die im Wertpapierprospekt enthaltenen Angaben nach § 269 KAGB, § 295 Abs. 8 S. 2 KAGB.

<sup>1019</sup> *Dieske*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 316 KAGB Rn. 14.

die BaFin die Aufnahme des Vertriebs gemäß § 316 Abs. 3 S. 2 KAGB untersagt. Sind die Voraussetzungen des § 316 KAGB nicht erfüllt, ist ein Vertrieb von Anteilen an inländischen Publikums-AIF an Privatanleger, semiprofessionelle und professionelle Anleger im Geltungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuchs nicht zulässig, § 295 Abs. 1 S. 1 KAGB<sup>1020</sup>.

Fraglich ist, ob der Ermessensspielraum, der der BaFin im Falle eines Verstoßes gegen das Kapitalanlagegesetzbuch gemäß § 316 Abs. 3 S. 2 KAGB zusteht, derart genutzt werden kann, den Vertrieb mit Dokumenten, die den Anleger geschlossener Publikums-AIF unzureichend informieren, zunächst zuzulassen. Und sobald eine Festlegung der zu erwerbenden Vermögensgegenstände erfolgen würde, könnte dann diese Änderung gemäß § 316 Abs. 4 KAGB der BaFin angezeigt und in Form eines Nachtrags gemäß § 316 Abs. 5 KAGB im Prospekt ergänzt werden. Ein Nachtrag wäre erforderlich, da es sich bei der Bestimmung des Investitionsobjekts um einen die Beurteilung des AIF beeinflussenden Faktor handelt. Den Anlegern, die vor dem Nachtrag gezeichnet hätten, stünde dann ein Widerrufsrecht gemäß § 305 Abs. 8 KAGB zu<sup>1021</sup>. Die Möglichkeit eines Nachtrags war im ursprünglichen Gesetzesentwurf nicht vorgesehen und ist erst als eine Folgeänderung zur Einführung des Widerrufsrechts bei einem Nachtrag gemäß § 305 Abs. 8 KAGB eingeführt worden<sup>1022</sup>. § 316 Abs. 5 KAGB orientiert sich weitestgehend an der Regelung zur Veröffentlichung ergänzender Angaben gemäß § 11 Abs. 1 Sätze 1 und 4 VermAnIG<sup>1023</sup>. Die Anlehnung an § 11 VermAnIG macht aber gerade deutlich, dass der Vertrieb mit unvollständigen Angaben (vorliegend aufgrund der fehlenden Festlegung der Vermögensgegenstände) nicht über einen Nachtrag gelöst werden kann. § 316 Abs. 5 KAGB orientiert sich an der Nachtragsregelung, die für wichtige neue Umstände oder wesentliche Unrichtigkeiten bestand, nicht aber an der Regelung des § 10 VermAnIG, die die Veröffentlichung eines unvollständigen Prospekts ermöglichte. Wird über die zu erwerbenden Vermögensgegenstände nicht informiert, fehlt es aber bereits an einer Mindestangabe und an einem für die Beurteilung des AIF wesentlichen Umstand, was zur Unvollständigkeit des Prospekts führt. § 316 Abs. 5 KAGB regelt nicht den Nachtrag in Bezug auf von Anfang an (bewusst eingereichte) unzureichende Unterlagen. Würde die BaFin den Vertrieb zulassen, obwohl sich das Fondsmanagement gerade noch nicht auf die zu erwerbenden Vermögensgegenstände festgelegt hat, würde zudem der ausdrücklich geäußerte gesetzgeberische Wille, reine Blind Pools zu unterbinden,<sup>1024</sup> durch die Exekutive konterkariert werden. Es würde damit gegen das aufgestellte Produktverbot verstoßen werden. Es soll gerade die Konzeption selbst eines Black Blind Pools bei geschlossenen Publikums-AIF verhindert werden. Der Ansatz über Prospektnachträge, wie er früher hinsichtlich Blind

---

<sup>1020</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 278.

<sup>1021</sup> Dieses entspricht dem in § 16 Abs. 3 WpPG geregelten Widerrufsrecht, *Paul*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 305 KAGB Rn. 51.

<sup>1022</sup> Beschlussempfehlung Finanzausschuss KAGB, BT-Drs. 17/13395 v. 10.05.2013, S. 657.

<sup>1023</sup> Beschlussempfehlung Finanzausschuss KAGB, BT-Drs. 17/13395 v. 10.05.2013, S. 657.

<sup>1024</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 272.

Pools verfolgt worden ist<sup>1025</sup>, kann jetzt zudem nicht mehr greifen, da nun ein ausdrücklich entgegenstehender Wille des Gesetzgebers formuliert ist, zumal Nachträge nur eine Maßnahme im Rahmen der Vertriebsregulierung darstellen. Von der Fondsverwaltung wird verlangt, sich bereits vor der Investition der Anleger bezüglich der konkreten Vermögensgegenstände festzulegen<sup>1026</sup>. Zudem waren die Mindestanforderungen an den Prospekt, die über die Nachtragsregelung ausgesetzt wurden, nur untergesetzlich in der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung normiert, nicht aber wie nun auf gesetzlicher Ebene (§ 269 KAGB i.V.m. § 165 KAGB). Eine Zulassung des Vertriebs mit einem Prospekt, der die für den AIF zu erwerbenden Vermögensgegenstände und die daran anknüpfenden weiteren Informationen unzureichend bestimmt, in Kombination mit einer später erfolgenden Änderungsanzeige und einem Prospektnachtrag, muss daher ausscheiden. Eine andere Entscheidung wäre ermessensfehlerhaft<sup>1027</sup>.

Erfolgt nun nach der bereits vorgenommenen hinreichend bestimmten Festlegung der Vermögensgegenstände vor dem Vertriebsbeginn eine finale Auswahl der konkreten Anlageobjekte, ist dafür kein Prospektnachtrag erforderlich. Zwar stellt die Konkretisierung einen wichtigen neuen Umstand i.S.d. § 316 Abs. 5 KAGB dar. Dieser kann jedoch die Beurteilung des geschlossenen Publikums-AIF nicht mehr beeinflussen, was aber Voraussetzung für das Erfordernis eines Nachtrags ist. Denn durch die hinreichend bestimmte Festlegung der Vermögensgegenstände, die für den AIF tatsächlich erworben werden, wird bereits ein so hoher Konkretisierungsgrad erreicht, dass dieser für eine belastbare Beurteilung des AIF ausreichend ist. Der finale Erwerb des Anlageobjekts bietet dann keinen Mehrwert an Information mehr, sodass dieses Delta die Anlageentscheidung nicht unterschiedlich hätte beeinflussen können.

### **(3) Haftungsrisiko**

Sofern Angaben im Verkaufsprospekt, die für die Beurteilung der Anteile oder Aktien von wesentlicher Bedeutung sind, unrichtig oder unvollständig sind, oder in den wesentlichen Anlegerinformationen irreführend, unrichtig oder nicht mit den einschlägigen Stellen des Verkaufsprospekts vereinbar, kann der Anleger, der aufgrund der Informationsunterlage Anteile gekauft hat, gemäß § 306 Abs. 1 S. 1 bzw. Abs. 2 S. 1 KAGB die Übernahme der Anteile oder Aktien gegen Erstattung des von ihm gezahlten Betrages verlangen<sup>1028</sup>. Der jeweilige Anspruch richtet sich gegen die Verwaltungsgesellschaft und gegen denjenigen, der diese Anteile im eigenen Namen gewerbsmäßig verkauft hat, bei Verletzung von

---

<sup>1025</sup> *Unzicker*, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 44; *Keunecke*, Prospekte im Kapitalmarkt, Rn. 623, S. 332; *Voß*, in: *Arndt/Voß*, VerkProspG, § 9 VermVerkProspV Rn. 26.

<sup>1026</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 272.

<sup>1027</sup> Es bleibt abzuwarten, ob die Aufsichtspraxis den bislang beschrittenen Weg nach der neuen Rechtslage weiter verfolgen wird.

<sup>1028</sup> *Möllers*, in: *Möllers/Kloyer*, KAGB Tagungsband, S. 247 (250 ff. Rn. 639 ff.); gleiches gilt für die Angaben nach § 269 KAGB in einem Prospekt, der nach dem Wertpapierprospektgesetz oder der Prospektrichtlinie zu erstellen ist und zusätzlich die Angaben gemäß § 269 KAGB enthält, § 295 Abs. 8 S. 2 KAGB. § 306 Abs. 2 KAGB basiert maßgeblich auf § 127 Abs. 2 InvG, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 283. Eine Haftung wegen mangelnder Vollständigkeit der Angaben besteht bei den wesentlichen Anlegerinformationen nicht, weil ihr

Prospektpflichten auch gegen diejenigen, die neben der Verwaltungsgesellschaft für den Verkaufsprospekt die Verantwortung übernommen haben oder von denen der Erlass des Verkaufsprospekts ausgeht, als Gesamtschuldner, § 306 Abs. 1 S. 1, 2 S. 1 KAGB, ggf. auch gegen die Vermittler der Anteile, § 306 Abs. 4 KAGB<sup>1029</sup>.

§ 306 KAGB entspricht dem aufgehobenen § 127 InvG<sup>1030</sup>. Hiernach galt als Maßstab für die Beurteilung, ob Angaben für die Beurteilung der Anteile von wesentlicher Bedeutung sind, ob sie geeignet waren, die Urteilsbildung eines verständigen Durchschnittsanlegers über die Qualität der Investmentanlage und damit die Anlageentscheidung zu beeinflussen<sup>1031</sup>. Dies galt für Informationen, die Umstände betreffen, die zu den wertbildenden Faktoren der Anlage gehören<sup>1032</sup>. Diese Maßstäbe gelten auch weiterhin<sup>1033</sup>. Die Angaben zur Anlagepolitik und -strategie galten schon nach dem Investmentgesetz als von besonderer, wesentlicher Bedeutung und wurden als wertbildend für die Anlage angesehen<sup>1034</sup>. Denn die Angaben zu den Anlagezielen und der Anlagepolitik müssen dem Anleger ein richtiges Gesamtbild von den Anlagegegenständen, ihren Risiken und Auswirkungen auf die finanzielle Beurteilung der Anlage vermitteln<sup>1035</sup>.

Die Angabe über die Vermögensgegenstände, die tatsächlich für den AIF erworben werden, ist eine solche, die für die Beurteilung des AIF von wesentlicher Bedeutung ist<sup>1036</sup>. Dabei erfolgt die Festlegung der tatsächlich zu erwerbenden Vermögensgegenstände bei Blind Pools durch eine hinreichend bestimmte Bestimmung der Investitionskriterien im Rahmen der Angabe der Anlagepolitik und -strategie. Die Angaben im Prospekt gemäß § 269 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 165 Abs. 2 KAGB gelten schon per gesetzlicher Anordnung als wesentliche („Mindestangaben im Prospekt“, „muss enthalten“, § 165

---

Sinn und Zweck darin liegt, dem Anleger eine kurze und verständliche Information zu erteilen und ihn nicht zu überfrachten, *Patzner/Döser*, InvG, § 127 Rn. 1 (zum aufgehobenen § 127 InvG).

<sup>1029</sup> *Paul*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 306 KAGB Rn. 6 ff., 29; kritisch zu den Rechtsfolgen der Übernahme der Anteile bei der Investmentkommanditgesellschaft, *Schnauder*, *jurisPR-BKR* 10/2013 Anm. 1 und *ders.*, *NJW* 2013, 3207 (3210); diesbezüglich wird eine geltungserhaltende Gesetzesinterpretation im Sinne eines Austrittsrechts gegen Rückgewähr der Einlage vorgeschlagen, *Schuler/Thiessen*, *WM* 2014, 1557 (1560).

<sup>1030</sup> *RegBegr.* AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 283; vgl. *Jesch/Siemko*, *BB* 2014, 3075 (3077). § 306 KAGB führt den Prospekthaftungstatbestand des Investmentgesetzes mit dem des § 20 VermAnlG zusammen und gilt nunmehr sowohl für offene als auch für geschlossene Investmentvermögen, *Schnauder*, *NJW* 2013, 3207 (3209) sowie *ders.*, *jurisPR-BKR* 10/2013 Anm. 1.

<sup>1031</sup> *Köndgen*, in: *Berger/Steck/Lübbehüsen*, InvG, § 127 Rn. 3; zu § 43 InvG-E (Entwurfassung des BMF v. 18.01.2007, später als BT-Drs. 16/5576 v. 27.04.2007), *Bödecker*, *HB InvestmentR*, Teil II InvG § 127 A.II., S. 518.

<sup>1032</sup> *Heisterhagen*, in: *Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher*, InvG, § 127 Rn. 17.

<sup>1033</sup> Vgl. *Paul*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 306 KAGB Rn. 15 ff.

<sup>1034</sup> *Köndgen*, in: *Berger/Steck/Lübbehüsen*, InvG, § 127 Rn. 3; *Heisterhagen*, in: *Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher*, InvG, § 127 Rn. 22; *Gruhn*, *Die deutsche Investmentaktiengesellschaft*, S. 223; auch *BGH*, *Urt. v. 22.02.2005 – XI ZR 359/03*, *juris* Rn. 23 (zur Anlagepolitik, die auch nach KAGG, dem Vorgängergesetz des InvG, zu beschreiben war); *Baur*, in: *Assmann/Schütze*, *HB Kapitalanlagerecht*, § 20 Rn. 257 (mit der Einschränkung, dass dies weder zwingend noch abschließend sei).

<sup>1035</sup> *Heisterhagen*, in: *Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher*, InvG, § 127 Rn. 22; *BGH*, *Urt. v. 22.02.2005 – XI ZR 359/03*, *juris* Rn. 23.

<sup>1036</sup> Hinsichtlich der Wesentlichkeit der Darstellung des Investitionsobjekts für die Beurteilung des AIF und die Anlageentscheidung eines durchschnittlichen Anlegers wird auch auf die entsprechenden Ausführungen zu geschlossenen Fonds im Rahmen des Verkaufsprospektgesetzes verwiesen, 2. Teil BII1b)(3).

KAGB). Ein derartiges Verständnis galt auch hinsichtlich der Angabepflichten gemäß § 42 Abs. 1 S. 3 InvG<sup>1037</sup>, an der sich die Prospektinhalte für offene Investmentvermögen und geschlossene AIF nun orientieren<sup>1038</sup>. Die Wichtigkeit der Kenntnis des Vermögensgegenstandes betont nun auch ausdrücklich der Gesetzgeber: Weil sich die Anleger eines geschlossenen Publikums-AIF mit ihrer Vermögensanlage in der Regel langfristig binden, wird von der Verwaltungsgesellschaft gerade verlangt, dass sie vorab festlegen, welche Vermögensgegenstände tatsächlich für den AIF beschafft werden<sup>1039</sup>. Dabei wird der Grad an Konkretheit der Darstellung im Verhältnis zum Verkaufsprospektgesetz, das das Erfordernis der Angabe über die konkreten Anlageobjekte vermittelte, leicht verringert: Nicht mehr zwingend die Information über die konkreten Anlageobjekte wird als wesentlich angesehen<sup>1040</sup>. Ausreichend (aber wegen des Verbots von Black Blind Pools auch notwendig) ist, dass sich das Fondsmanagement konkret festlegt, welche Vermögensgegenstände tatsächlich für den AIF erworben werden<sup>1041</sup>. Die Pflicht zur Erteilung dieser zusätzlichen Information im Hinblick auf das Investitionsgut des AIF wäre eine unnötige Überregulierung, wenn sie nicht für die potentiellen Anleger von Publikums-AIF von wesentlicher Bedeutung wäre.

Unvollständig ist eine wesentliche Angabe, wenn sie entweder völlig fehlt oder den für die Anlageentscheidung relevanten Sachverhalt nur teilweise wiedergibt<sup>1042</sup>. Die unvollständigen Angaben müssen objektiv geeignet sein, die Anleger zu einem anderen Entschluss zu bewegen<sup>1043</sup>. Wird im Prospekt noch keine hinreichend bestimmte, sondern nur eine vage Darstellung der Vermögensgegenstände, in die der geschlossene Publikums-AIF investieren wird, vorgenommen, ist die Angabe zu den Vermögensgegenständen bzw. der Anlagepolitik und -strategie, in deren Rahmen eine hinreichend bestimmte Darstellung zu erfolgen hat, unvollständig, weil sie die für den Anleger für seine Investitionsentscheidung relevanten Umstände nicht umfänglich wiedergibt.

Eine Angabe ist irreführend, wenn die Angaben zwar sachlich zutreffend sind, ihre Darstellung aber unklar oder missverständlich ist, sodass ein unzutreffender Eindruck beim Anleger entsteht<sup>1044</sup>. Diese Gefahr besteht vor allem, wenn Angaben zu den Risiken der Anlage oder auch Prognosen oder Kostendarstellungen keinen spezifischen Bezug zu hinreichend bestimmten Vermögensgegenständen aufweisen. Allgemeine Risikoausführungen (z.B. nur auf der Ebene der Assetklassen) können ein falsches Bild von der Anlage vermitteln und den Fokus des potentiellen Anlegers verschieben, weg von auf die

---

<sup>1037</sup> Schmitz, in: Berger/Steck/Lübbehüsen, InvG, § 42 Rn. 14.

<sup>1038</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 255 ff., 273.

<sup>1039</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 272.

<sup>1040</sup> Ansonsten wäre die Angabe gemäß § 269 Abs. 3 S. 2 KAGB, dass ein konkretes Anlageobjekt noch nicht feststeht, nicht ausreichend.

<sup>1041</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 272.

<sup>1042</sup> Bödecker, HB InvestmentR, Teil II InvG § 127 A.II., S. 518 (zu § 43 InvG-E, Entwurfsfassung des BMF v. 18.01.2007, später als BT-Drs. 16/5576 v. 27.04.2007); siehe auch 2. Teil BII(1b)(1).

<sup>1043</sup> Baur, in: Assmann/Schütze, HB Kapitalanlagerecht, § 20 Rn. 257; vgl. Baur, Investmentgesetze, § 20 Rn. 9.

<sup>1044</sup> Heisterhagen, in: Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher, InvG, § 127 Rn. 31; Mühler, WM 2012, 974 (978).

ihm angebotene Anlage individualisierten Risiken<sup>1045</sup>. Im Falle einer nicht hinreichend konkretisierten Angabe zu den Vermögensgegenständen, in die der AIF tatsächlich investieren wird, kann sich auch eine Unvereinbarkeit mit dem Verkaufsprospekt ergeben, sofern dort entsprechende Ausführungen getätigt wurden. Dies kann zudem – je nach Ausführung – auch ein unzutreffendes Bild beim Anleger mit der Folge der Irreführung auslösen.

Legt sich das Fondsmanagement nicht bereits auf die Vermögensgegenstände, die tatsächlich für den AIF erworben werden, fest, konkretisiert diese also noch nicht hinreichend bestimmt im Verkaufsprospekt bzw. den wesentlichen Anlegerinformationen, kann unter den weiteren Voraussetzungen des § 306 Abs. 1, 3 KAGB eine entsprechende Prospekthaftung bestehen. Ein ebensolches Haftungsrisiko kann auch bei nicht ausreichend individualisierten Angaben zu den Risiken der angebotenen Anlage oder beispielsweise unzureichend unterlegten Prognosen, die ebenso von wesentlicher Bedeutung für die Beurteilung des AIF sind, bestehen.

### c) Weitere, allgemeine Maßnahmen der Aufsichtsbehörde

Die BaFin überwacht gemäß § 5 Abs. 5 Nr. 1 KAGB<sup>1046</sup> die Einhaltung unter anderem der §§ 293 bis 311 und 314 bis 321 KAGB, also insbesondere die Einhaltung der Vertriebsvorschriften<sup>1047</sup>, ferner gemäß § 5 Abs. 6 KAGB die Einhaltung der Verbote und Gebote des Kapitalanlagegesetzbuchs und der aufgrund des Kapitalanlagegesetzbuchs erlassenen Bestimmungen<sup>1048</sup>. Sie kann danach Anordnungen treffen, die zu ihrer Durchsetzung geeignet und erforderlich sind. Im Rahmen dieser Aufsicht ist die BaFin befugt, alle Anordnungen zu treffen, die erforderlich und geeignet sind, um die Einhaltung der in den Anlagebedingungen, der Satzung oder dem Gesellschaftsvertrag vorgesehenen Regelungen sicherzustellen<sup>1049</sup>. Speziell für den Bereich des Vertriebs ist die BaFin auch gemäß § 314 Abs. 1 KAGB befugt, unter bestimmten Voraussetzungen alle zum Schutz der Anleger geeigneten und erforderlichen Maßnahmen (einschließlich einer Untersagung des Vertriebs) zu ergreifen<sup>1050</sup>. Bezüglich einer etwaigen Untersagung des Vertriebs treten die Ermächtigungsgrundlagen in den einzelnen Anzeigeverfahren (für

---

<sup>1045</sup> Vgl. im Hinblick auf die Aufnahme unwesentlicher Angaben, bei denen die Gefahr besteht, dass die anlegerrelevanten Informationen nicht mehr hinreichend wahrgenommen werden, *Rozok*, in: Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher, InvG, § 42 Rn. 17.

<sup>1046</sup> Die Vorschrift übernimmt den Wortlaut des aufzuhebenden § 141 Abs. 1 InvG, fasst die Zuständigkeiten der BaFin jedoch weitestgehend zentral zusammen, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 206.

<sup>1047</sup> *Boxberger*, in: Weitnauer/Boxberger/Anders, KAGB, § 5 KAGB Rn. 8; *Bußalb*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 221 (227 Rn. 588).

<sup>1048</sup> § 5 Abs. 6 KAGB stellt die zentrale Kompetenznorm der BaFin dar, *Bußalb*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 221 (226 Rn. 585).

<sup>1049</sup> *Boxberger*, in: Weitnauer/Boxberger/Anders, KAGB, § 5 KAGB Rn. 8 ff.; vgl. *Demleitner*, BB 2014, 2058 (2059).

<sup>1050</sup> § 314 KAGB basiert im Wesentlichen auf den aufgehobenen §§ 140, 124 Abs. 4 InvG, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 284. Die Referenzvorschriften bezogen sich auf den Vertrieb von Anteilen an ausländischen Investmentgesellschaften (die Vorgängernorm des § 140 InvG war § 8 AuslInvestmG, *Baum*, in: Emde/Dornseifer/Dreibus/Hölscher, InvG, § 140 Rn. 1). Der Anwendungsbereich wurde nun auf inländische Fonds erweitert, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 284. Eine Vertriebsanzeige von Anteilen an inländischen Investmentfonds war nach dem InvG jedoch nicht vorgesehen, sodass auf derartige Regelungen als Referenznormen nicht zurückgegriffen werden konnte.

den vorliegenden Fall von Publikums-AIF in § 316 Abs. 3 S. 2 KAGB) und die Ermächtigung aus § 5 KAGB neben § 314 KAGB<sup>1051</sup>.

Sofern in den Verkaufsunterlagen die entsprechende Festlegung auf konkrete Vermögensgegenstände durch die Fondsmanager nicht getätigt worden ist und daher die inhaltlichen Anforderungen an diese Unterlagen nicht ordnungsgemäß erfüllt worden sind, kommen mehrere Tatbestandsalternativen in Betracht, die die BaFin gemäß § 314 Abs. 1 KAGB zu einem Eingreifen befugt: Erforderliche Maßnahmen können ergriffen werden, wenn eine erforderliche Anzeige vor dem beabsichtigten Vertrieb nicht ordnungsgemäß erstattet oder der Vertrieb vor der entsprechenden Mitteilung der BaFin aufgenommen worden ist (§ 314 Abs. 1 Nr. 1 KAGB), wenn eine Voraussetzung für die Zulässigkeit des Vertriebs nach diesem Gesetz nicht vorliegt (§ 314 Abs. 1 Nr. 3 KAGB) oder wenn gegen sonstige Vorschriften dieses Gesetzes verstoßen wird (§ 314 Abs. 1 Nr. 6 KAGB)<sup>1052</sup>.

## **II. Geschlossene Spezial-AIF**

### **1. Geschlossene Spezial-AIF**

Bei Spezial-AIF sind die Regelungen, die die Investitionsobjekte betreffen und daher für Blind Pools problematisch sein könnten, offen gehalten und bieten viel Gestaltungsfreiraum. Dahinter steht unter anderem der Gedanke, dass die vorgesehenen Regelungen zur Verwalterregulierung – wie auch auf europäischer Ebene bei diesem Anlegerpublikum als ausreichend erachtet – ein angemessenes Schutzniveau bilden können. Auf die Vorschriften für Spezial-AIF, die einen Bezug zum Investitionsobjekt aufweisen, soll daher nur kurz eingegangen werden<sup>1053</sup>.

#### **a) Satzung bzw. Gesellschaftsvertrag, Anlagebedingungen**

Ebenso wie bei Publikums-AIF muss der Unternehmensgegenstand im Rahmen der Satzung bzw. des Gesellschaftsvertrags des Investmentvermögens nur abstrakt die Anlage und Verwaltung der Mittel nach einer festgelegten Anlagestrategie zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage nach den §§ 273 bis 277 und 285 bis 292 KAGB zum Nutzen der Anleger sein. Eine konkrete Beschreibung der Anlagestrategie muss nicht erfolgen.

Auch für Spezial-AIF sind Anlagebedingungen zu erstellen und vor der Ausgabe der Anteile schriftlich festzuhalten, § 273 S. 1 Nrn. 2 und 3 KAGB<sup>1054</sup>. Die Anlagebedingungen von inländischen Spezial-AIF

---

<sup>1051</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 284; *Bußalb*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 221 (244 Rn. 623).

<sup>1052</sup> Näheres *Paul*, in: Weitnauer/Boxberger/Anders, KAGB, § 314 KAGB Rn. 9 ff.

<sup>1053</sup> Die folgenden Darstellungen zu den fondsbezogenen Informationspflichten betreffen geschlossene inländische Spezial-AIF, die von einer erlaubnispflichtigen (inländischen) Kapitalverwaltungsgesellschaft verwaltet werden. Sie gelten nicht für nur registrierungspflichtige Kapitalverwaltungsgesellschaften, deren verwaltete Vermögensgegenstände bestimmte Schwellenwerte nicht überschreiten, und die nicht beschlossen haben, sich dem Kapitalanlagegesetzbuch in ihrer Gesamtheit zu unterwerfen (§ 2 Abs. 4 KAGB).

<sup>1054</sup> § 273 KAGB dient der Umsetzung von Art. 7 Abs. 3 lit. c AIFM-RL, wonach der Fondsmanager, der eine Zulassung beantragt, den zuständigen Behörden seines Herkunftsmitgliedstaats die Vertragsbedingungen oder

sind der BaFin von der Kapitalverwaltungsgesellschaft vorzulegen, § 273 S. 2 KAGB<sup>1055</sup>. Eine Genehmigung der Anlagebedingungen, wie dies bei den Anlagebedingungen für geschlossene Publikums-AIF gemäß § 267 KAGB erforderlich ist, ist bei Spezial-AIF nicht vorgesehen<sup>1056</sup>. Sowohl die AIFM-Richtlinie als auch das Kapitalanlagegesetzbuch sehen keinen Katalog an inhaltlichen Anforderungen vor, die in den Anlagebedingungen für Spezial-AIF aufgenommen werden müssen. § 307 KAGB schreibt zwar Informationen, die semiprofessionellen und professionellen Anlegern vor der Investition zur Verfügung zu stellen sind, vor. Gesetzlich vorgegeben ist aber nicht, in welchem Dokument die Informationen enthalten sein müssen. Es ist nicht vorgeschrieben, dass die Informationen, die in § 307 KAGB aufgeführt sind, in den Anlagebedingungen enthalten sein müssen<sup>1057</sup>.

## b) Vertriebsbezogene Informationspflichten

Für Spezial-AIF ist weder eine Prospektpflicht noch eine Verpflichtung zur Erstellung wesentlicher Anlegerinformationen vorgesehen<sup>1058</sup>. Allerdings müssen vor Vertragsschluss den am Erwerb interessierten professionellen und semiprofessionellen Anlegern gemäß § 307 KAGB<sup>1059</sup> umfangreiche Informationen erteilt werden<sup>1060</sup>. Diese Informationen müssen auch erteilt werden, sofern die AIF-Verwaltungsgesellschaft nach dem Wertpapierprospektgesetz oder der Prospekttrichtlinie zur Erstellung eines Wertpapierprospektes verpflichtet ist, § 307 Abs. 4 KAGB<sup>1061</sup>. Die Informationen kommen denen, die in Verkaufsprospekten veröffentlicht werden müssen, sehr nahe<sup>1062</sup>.

---

Satzungen aller Fonds, die er zu verwalten beabsichtigt, vorzulegen hat, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 274. Die Bezugnahme auf Art. 7 AIFM-RL ist insofern nicht ganz stimmig, als dass diese Anforderungen im Rahmen des Zulassungsantrags des Fondsmanagements regelt.

<sup>1055</sup> Vgl. *Volhard/Jang*, DB 2013, 273 (275).

<sup>1056</sup> *Bußalb*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 221 (241 Rn. 617); *van Kann/Redeker/Keiluweit*, DStR 2013, 1483 (1485 f.).

<sup>1057</sup> Dies ergibt sich zudem aus der Systematik in § 321 Abs. 1 KAGB: Der BaFin sind im Rahmen der Vertriebsanzeige nicht nur die Anlagebedingungen und die Satzung bzw. der Gesellschaftsvertrag (§ 321 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KAGB) vorzulegen, sondern auch alle weiteren in § 307 Abs. 1 KAGB enthaltenen Informationen (§ 321 Abs. 1 S. 2 Nr. 6 KAGB). Einer getrennten Auflistung hätte es sonst nicht bedurft.

<sup>1058</sup> *Weitnauer*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 161 (192 Rn. 475); *Bußalb*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 221 (244 Rn. 622).

<sup>1059</sup> § 307 KAGB setzt Art. 23 AIFM-RL um, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 283. Art. 23 Abs. 1 AIFM-RL formuliert die Informationspflichten, die den Anlegern gegenüber gemäß den Vertragsbedingungen oder der Satzung vor ihrer Investition bezüglich jedes vertriebenen Fonds erteilt werden müssen.

<sup>1060</sup> *Weiser/Jang*, BB 2011, 1219 (1224); *Volhard/Jang*, DB 2013, 273 (275); *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 253 f.

<sup>1061</sup> *Volhard/Jang*, DB 2013, 273 (275); dies kommt im Falle der Auflegung des Fonds als Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital (§ 139 Alt. 1 KAGB) in Betracht. Da sich Rechtsformen, deren Anteile Wertpapiere darstellen, für geschlossene Fonds bislang nicht etabliert haben (siehe auch Fn. 15), wird auf eine Darstellung der Prospektangaben, die nach der Prospektverordnung aufgenommen werden müssen, verzichtet. Zudem scheidet eine Prospektpflicht nach dem Wertpapierprospektgesetz bei Spezial-AIF regelmäßig wegen des Ausnahmetatbestands des § 3 Abs. 2 WpPG aus; so auch *Volhard/Jang*, DB 2013, 273 (275); zu den einzelnen Ausnahmetatbeständen des § 3 Abs. 2 WpPG *Zeising*, in: *Just/Voß/Ritz/Zeising*, WpPG, § 3 Rn. 28 ff.

<sup>1062</sup> *Werner*, StBW 2013, 811 (816); *Baas/Izzo-Wagner*, Die Bank 03/2013, 12 (13); *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89 (94, 98); *Volhard/Jang*, DB 2013, 273 (275); *Escher*, in: *Habersack/Mülbert/Nobbe/Wittig*, Bankenregulierung, Insolvenzrecht, Kapitalanlagegesetzbuch, Honorarberatung, S. 123 (151); vgl. *Paul*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 307 KAGB Rn. 8.

Potentielle professionelle und semiprofessionelle Anleger sind gemäß § 307 Abs. 1 S. 2 Nr. 1 KAGB über die Anlagestrategie und die Ziele des angebotenen Spezial-AIF zu informieren. Sofern Anlagebeschränkungen bei der Auswahl der Investitionen bestehen, sind auch diese zu beschreiben, § 307 Abs. 1 S. 2 Nr. 3 KAGB<sup>1063</sup>. Es sind aber keine zwingenden Mindestangaben im Rahmen der Beschreibung der Anlagestrategie vorgesehen. Die Anlagestrategie unterliegt bei Spezial-AIF kaum Beschränkungen<sup>1064</sup>. Legt sich das Fondsmanagement auf eine nur sehr vage und allgemein gehaltene Strategie fest, die ihm hinsichtlich der einzelnen Investitionen einen weiten Ermessensspielraum lässt, ist auch dies zulässig.

Gemäß § 307 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KAGB hat auch eine Beschreibung der Art der Vermögenswerte, in die der AIF investieren darf, und der Techniken, die er einsetzen darf, und aller damit verbundenen Risiken zu erfolgen<sup>1065</sup>. Es stellt sich die Frage, ob diese Angabepflicht ebenfalls – wie bei geschlossenen Publikums-AIF – in dem Sinne eng zu lesen ist, dass sich das Fondsmanagement bereits vor Vertragsabschluss gegenüber den potentiellen Investoren festlegen muss, in welche Vermögensgegenstände tatsächlich investiert werden wird und nicht nur die potentiellen Vermögenswerte anzugeben sind. Für eine derartige Modifizierung liegen jedoch keine Anhaltspunkte vor, weder im Gesetz noch in der Gesetzesbegründung des Kapitalanlagegesetzbuchs. Auch fehlt es hinsichtlich der professionellen und semiprofessionellen Anlegern zu erteilenden Informationspflichten an einem allgemeinen Maßstab, der das Ziel und den Umfang der Informationen näher bestimmt (vergleichbar der prospektrechtlichen Generalklausel bei Publikumsinvestmentvermögen).

Geschlossene Publikums-AIF unterliegen im Hinblick auf die Konzeptionierung als Black Blind Pool einem Produktverbot. Die hinter dieser Entscheidung stehenden Aspekte in Bezug auf das bei Kleinanlegern erforderliche Schutzniveau sah der Gesetzgeber bei professionellen und semiprofessionellen nicht als erforderlich an. Der entscheidende Aspekt ist, dass bei diesem Publikum ein anderer Maßstab hinsichtlich der Fähigkeit zur Bewertung der zu erteilenden Informationen zu setzen ist. Es handelt sich bei diesen Anlegergruppen um Investoren, die über ein hohes Maß an Erfahrung und Kenntnissen im Bereich der Kapitalanlagen verfügen. Entweder aufgrund ihrer Expertise oder aufgrund der hohen Investitionssummen wird ihnen ein erhöhtes Schutzbedürfnis abgesprochen. Hinzu kommt, dass bei professionellen und semiprofessionellen Anlegern die Schutzmechanismen des Kapitalanlagegesetzbuchs im Hinblick auf die AIFM (Organisations- und Risikomanagementregeln) greifen: Aufgrund der Höhe der Investitionssummen kann ein weit größerer Einfluss auf das Fondsmanagement ausgeübt und so auch während der Laufzeit des AIF regulierend eingegriffen werden. Der Informationsaspekt tritt bei Spezialanlegern in den Hintergrund. So wurde für professionelle und semiprofessionelle Anleger nur das Schutzniveau der AIFM-Richtlinie übernommen, aber dieses nicht verschärfend modifiziert. Eine weitere Beschränkung auf der Ebene des AIF stünde auch der grundsätzlichen Konzeptionierung der AIFM-Richtlinie und deren Umsetzung im Kapitalanlagegesetzbuch entgegen. Denn die Regelungen der

---

<sup>1063</sup> Diese Angabepflicht basiert auf Art. 23 Abs. 1 lit. a AIFM-RL.

<sup>1064</sup> *Burgard/Heimann*, WM 2014, 821 (824).

<sup>1065</sup> Diese Anforderung geht wörtlich auf Art. 23 Abs. 1 lit. a AIFM-RL zurück.

Richtlinie setzen bei dem Fondsmanagement an, stellen gewisse Vertriebsvorschriften auf, sehen aber für Spezial-AIF keine Produktregulierung vor. Die Richtlinie ist auch nicht in erster Linie dem Anlegerschutz, der bei Spezialanlegern per se nicht im Vordergrund steht, und ihm dienender Produktregelungen geschuldet, sondern zielt auf die Sicherung der Finanzmarktstabilität und der Früherkennung von Systemrisiken ab. Es ist also im Ergebnis ausreichend, nur eine Darstellung der potentiell für den AIF zu erwerbenden Vermögenswerte anzugeben. Darüber hinaus wurde für geschlossene inländische Spezial-AIF kein Katalog von zulässigen Vermögensgegenständen aufgestellt<sup>1066</sup>; sie dürfen gemäß § 285 KAGB in sämtliche Vermögensgegenstände, deren Verkehrswert ermittelt werden kann, investieren<sup>1067</sup>. Eine Black Blind Pool-Strategie, bei der sogar nur eine Bestimmung erfolgt, dass in sämtliche Vermögenswerte i.S.v. § 285 KAGB investiert werden darf, wäre hiernach auch zulässig.

Je breiter die Möglichkeiten der Investition jedoch sind, desto umfangreicher muss auch die Darstellung der mit den Vermögenswerten verbundenen Risiken ausfallen. Steht dem Fondsmanagement ein sehr umfangreiches Ermessen zu, kann also in die verschiedensten Vermögenswerte investiert werden, bestehen auch entsprechend mehr potentielle Risiken. Diese sind vollumfänglich darzustellen, da eine Beschreibung *aller* mit der Art der Vermögenswerte verbundenen Risiken zu erfolgen hat (§ 307 Abs. 1 S. 2 Nr. 2 KAGB). Ein Hinweis auf das Blind Pool-Risiko hat auch zu erfolgen<sup>1068</sup>.

Den potentiellen Anlegern eines Spezial-AIF ist auch eine Beschreibung des Bewertungsverfahrens des AIF und der Kalkulationsmethoden für die Bewertung von Vermögenswerten zur Verfügung zu stellen, § 307 Abs. 1 S. 2 Nr. 11 KAGB<sup>1069</sup>. Auch sind sämtliche Entgelte, Gebühren und sonstigen Kosten, die von ihnen mittel- oder unmittelbar getragen werden, zu beschreiben, § 307 Abs. 1 S. 2 Nr. 13 KAGB. Die Bewertung des AIF und damit auch die Beschreibung der Bewertungsverfahren stehen in Abhängigkeit zu den Vermögenswerten, in die der AIF investiert. Der Wert eines AIF ist aufgrund der jeweiligen Verkehrswerte der zu ihm gehörenden Vermögensgegenstände zu ermitteln<sup>1070</sup>. Für jeden Vermögensgegenstand ist ein geeignetes, am jeweiligen Markt anerkanntes Wertermittlungsverfahren zugrunde zu legen<sup>1071</sup>. Im Rahmen der Bewertungsverfahren sind unter anderem die spezifische Anlagestrategie des AIF und die Vermögenswerte, in die der AIF investieren könnte, zu behandeln<sup>1072</sup>. Sofern bestimmte Entgelte und Kosten nur bei der Investition in bestimmte Vermögenswerte entstehen, ist über diese, ggf. entstehenden Kosten ebenfalls zu informieren. Ist die Konzeption des AIF wie bei einem Black Blind

---

<sup>1066</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 192.

<sup>1067</sup> Werner, StBW 2013, 811 (814); Hartrott/Goller, BB 2013, 1603 (1609); Meixner, ZAP Fach 8, 489 (497).

<sup>1068</sup> Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer, FN-IDW 2006, 489 (Anlage 6 zu IDW S 4: Besonderheiten bei Blind-Pool-Konzeptionen, zu 3.3.).

<sup>1069</sup> Hiermit wurde Art. 23 Abs. 1 lit. g AIFM-RL umgesetzt.

<sup>1070</sup> § 286 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 168 Abs. 1 S. 2 KAGB.

<sup>1071</sup> § 286 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 169 Abs. 1 S. 2 KAGB.

<sup>1072</sup> § 286 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 169 Abs. 3 KAGB i.V.m. Art. 67 Abs. 2 Unterabs. 2 lit. b VO (EU) 231/2013 (Delegierte Verordnung (EU) Nr. 231/2013 der Kommission v. 19.12.2012 zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Ausnahmen, die Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit, Verwahrstellen, Hebelfinanzierung, Transparenz und Beaufsichtigung, Abl. L 83 v. 22.03.2013, S. 1.

Pool sehr offen gestaltet und ermöglicht sie dem Fondsmanagement, in die verschiedensten Vermögenswerte zu investieren, hat dementsprechend umfangreich auch die Darstellung der Bewertungsgrundsätze und -verfahren zu erfolgen. Je weniger konkret die Festlegung auf bestimmte Vermögenswerte erfolgt und je mehr Vermögenswerte daher potentiell in Betracht kommen, desto mehr Verfahren, sofern besondere Modalitäten enthalten sind, müssen dargestellt werden. Gleiches gilt für die Kostendarstellung: Je offener die Konzeption des Blind Pools gehalten ist, desto umfangreicher fällt auch in diesem Bereich die Beschreibung der Entgelte, Gebühren und Kosten, die die Anleger ggf. zu tragen haben, aus.

### c) Ergebnis

Hinsichtlich geschlossener Spezial-AIF ist im Kapitalanlagegesetzbuch keine Produktregulierung wie bei geschlossenen Publikums-AIF vorgesehen. Der Vertrieb an professionelle und semiprofessionelle Anleger wird zwar reguliert, jedoch lediglich in einem solchen Maße, dass die Regulierung nicht in die Gestaltung von Blind Pools eingreift. Im Ergebnis können geschlossene Spezial-AIF in sämtlichen Blind Pool-Ausgestaltungen, also auch als Black Blind Pools, an professionelle und semiprofessionelle Anleger aufgelegt und vertrieben werden. Die Vertriebsinformationen, die Anlagebedingungen sowie Satzung bzw. Gesellschaftsvertrag sind Teil der Dokumente, die im Rahmen des Vertriebsanzeigeverfahrens bei der BaFin eingereicht werden müssen, § 295 Abs. 2, 3 KAGB i.V.m. 321 Abs. 1 S. 2 KAGB. Die Risiken (Haftung wegen der erteilten Informationen<sup>1073</sup>, Vertriebsuntersagung<sup>1074</sup>), die sich speziell bei Blind Pools wegen der noch nicht konkretisierten Vermögenswerte ergeben, sind wegen der dargestellten, geringen Anforderungen im Rahmen der Informationserteilung gering. Für den Vertrieb nicht inländischer AIF bzw. beim Vertrieb durch eine nicht inländische Verwaltungsgesellschaft gelten keine Besonderheiten<sup>1075</sup>. Die §§ 321 ff. KAGB regeln die diesbezüglichen Anforderungen, die im Rahmen der Vertriebsanzeige erfüllt werden müssen. Zur Herstellung gleicher Wettbewerbsbedingungen sind im Rahmen der Vertriebsanzeige<sup>1076</sup> im Ergebnis die gleichen Unterlagen einzureichen<sup>1077</sup>.

---

<sup>1073</sup> § 307 Abs. 3 KAGB i.V.m. § 306 Abs. 1, 3, 4, 6 KAGB; Möllers, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 247 (257 Rn. 651); die Grundsätze der bürgerlich-rechtlichen Prospekthaftung werden hier Bedeutung erlangen, vgl. Schuler/Thiessen, WM 2014, 1557 (1563).

<sup>1074</sup> Neben den allgemeinen Ermächtigungsgrundlagen (§§ 5 Abs. 6, 314 Abs. 1 KAGB) gilt § 321 Abs. 3 S. 2 KAGB.

<sup>1075</sup> Hinsichtlich des Vertriebs von EU-AIF durch eine Kapitalverwaltungsgesellschaft oder EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft gelten dieselben Anforderungen wie beim Vertrieb von inländischen Spezial-AIF, Emde/Dreibus, BKR 2013, 89 (98); Volhard/Jang, DB 2013, 273 (275 f., 277).

<sup>1076</sup> Bis zum Drittstaatenstichtag gelten noch Modifizierungen in Bezug auf die anwendbaren Vertriebsvorschriften, § 295 Abs. 2 Nr. 1, Abs. 3 Nr. 1 KAGB; zu den Regelungen während der Übergangszeit Emde/Dreibus, BKR 2013, 89 (99).

<sup>1077</sup> Die §§ 322 ff. KAGB, die über § 295 Abs. 2 und 3 KAGB anwendbar sind, verweisen (z.T. über weitere Verweise) im Ergebnis sämtlich auf § 321 Abs. 1 S. 2 KAGB (zur Herstellung gleicher Wettbewerbsbedingungen ist dieser für den Vertrieb von EU-AIF bereits direkt anwendbar). Eine Vertriebsanzeige von EU-AIF und ausländische AIF an semiprofessionelle Anleger kann alternativ auch über § 295 Abs. 3 Nr. 1 lit. b oder Nr. 2 lit. b KAGB gemäß den Vorschriften für den Vertrieb an Privatanleger (§§ 317 bis 320 KAGB) erfolgen, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 278.

## 2. Exkurs: Europäische Risikokapitalfonds

Die Risikokapitalverordnung richtet sich an die Verwalter europäischer Risikokapitalfonds (als eine Art Sonderform eines Spezial-AIF mit besonderen Assets<sup>1078</sup>) und ist über §§ 2 Abs. 6 KAGB, 337 KAGB anwendbar. Sie sieht keine Regelungen zu den rechtlichen Rahmenbedingungen der Risikokapitalfonds selbst vor, sodass die nachfolgenden Ausführungen zwar sowohl für offene als auch geschlossene Formen gelten. Venture Capital- und Private Equity-Fonds<sup>1079</sup> wurden aber bislang (wegen der steuerlich gewünschten Gestaltungsmöglichkeiten bei Personengesellschaften<sup>1080</sup>) klassischerweise als geschlossene Fonds<sup>1081</sup> und dann regelmäßig als Blind Pools<sup>1082</sup> aufgelegt, sodass in diesem Zusammenhang ein cursorischer Blick auf die Regelungen der europäischen Risikokapitalverordnung angebracht erscheint, die nunmehr geschlossenen AIF zugänglich ist<sup>1083</sup>.

### a) Überblick über die Besonderheiten von Risikokapitalfonds

Im Kapitalanlagegesetzbuch sind in § 2 Abs. 6 KAGB und § 337 KAGB die für die Anwendung der VO (EU) Nr. 345/2013 (EuVECA-VO) erforderlichen Regelungen aufgenommen worden<sup>1084</sup>. Die Vorschriften des Kapitalanlagegesetzbuchs sind auf europäische Risikokapitalfonds bis auf wenige Ausnahmen (unter anderem die Pflicht zur Registrierung, § 337 Abs. 1 Nr. 1 KAGB) nicht anwendbar<sup>1085</sup>.

---

<sup>1078</sup> Europäische Risikokapitalfonds dürfen nur an professionelle und semiprofessionelle Anleger vertrieben werden (Art. 6 Abs. 1 EuVECA-VO) und verwalten Portfolios von qualifizierten Risikokapitalfonds (Art. 2 Abs. 1 lit. d EuVECA-VO), wobei mit Risikokapitalfonds für die Zwecke der Verordnung AIF gemeint sind (Art. 3 lit. a EuVECA-VO); vgl. *Zetzsche/Preiner*, WM 2013, 2101 (2107).

<sup>1079</sup> Als Oberbegriff für Venture Capital, *Levedag*, in: Gummert/Weipert, MüHB Gesellschaftsrecht II, § 71 Rn. 198; *Mardini*, DB0646238 v. 03.01.2014; *Sagasser/Schlösser*, in: Assmann/Schütze, HB Kapitalanlagerecht, § 26 Rn. 358.

<sup>1080</sup> *Bost/Halfpap*, in: Lüdicke/Arndt, Geschlossene Fonds, A. II., S. 5 ff.

<sup>1081</sup> *Kreuter*, Kriterien für die Private-Equity-Fondsauswahl, in: Jugel, Private Equity Investments, S. 69; vgl. *Kind*, in: Lüdicke/Arndt, Geschlossene Fonds, B. VI., S. 424 f. i.V.m. *Bost/Halfpap*, in: Lüdicke/Arndt, Geschlossene Fonds, A. II., S. 5 ff.; *Fischer*, Die Investment-AG aus aufsichtsrechtlicher und gesellschaftsrechtlicher Perspektive, 11. Kap., S. 227; vgl. *Inhester*, in: Gummert/Weipert, MüHB Gesellschaftsrecht II, § 26 Rn. 126; vgl. *Sagasser/Schlösser*, in: Assmann/Schütze, HB Kapitalanlagerecht, § 26 Rn. 363.

<sup>1081</sup> *Bost/Halfpap*, in: Lüdicke/Arndt, Geschlossene Fonds, A. II., S. 5 ff.

<sup>1082</sup> *Kind*, in: Lüdicke/Arndt, Geschlossene Fonds, B. VI., S. 422 f.

<sup>1083</sup> Die vergleichbaren nationalen Regelungswerke (Wagniskapitalbeteiligungsgesetz und das Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften) konnten sich bislang nicht durchsetzen, *Kind*, in: Lüdicke/Arndt, Geschlossene Fonds, B. VI., S. 424 f.; *Kramer/Recknagel*, DB 2011, 2077 (2078); vgl. auch *Weitnauer*, BKR 2011, 143 (143, 146); *Weitnauer*, HB Venture Capital, B I. Rn. 10, S. 63; *Jesch/Klebeck/Bragrock*, in: *Jesch/Klebeck/Dobraz-Saldapenna*, Investmentrecht, S. 16 Rn. 63. Aus diesem Grund wird auf eine Darstellung der Anforderungen dieser Regelungswerke verzichtet, auf die europäische Risikokapitalverordnung – trotz ähnlicher Bedenken – jedoch aus aktuellem Anlass eingegangen. Die Annahme der Praxis dieses Regelungswerks bleibt abzuwarten.

<sup>1084</sup> Für die Manager von Fonds, die unter die de-minimis-Regel der AIFM-Richtlinie fallen und die gleichzeitig die Anforderungen für Manager Europäischer Risikokapitalfonds erfüllen, wird auf diese Verordnung, die in den Mitgliedstaaten unmittelbar gilt, verwiesen, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 193.

<sup>1085</sup> *Weitnauer*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 337 KAGB Rn. 2.

Risikokapitalfonds investieren in und finanzieren Unternehmen, die in der Regel sehr klein sind, in der Anfangsphase ihres Unternehmensdaseins stehen und ein starkes Wachstums- und Expansionspotenzial aufweisen<sup>1086</sup>. Für derartige Fonds wurde die VO (EU) Nr. 345/2013 über Risikokapitalfonds<sup>1087</sup> geschaffen, um unionsweit einheitliche Vorschriften für geeignete Anlageobjekte, zulässige Anlageinstrumente und die Kategorie von Anlegern, die in Risikokapitalfonds investieren können, zu normieren<sup>1088</sup>. Über die Risikokapitalverordnung wird es Fondsmanagern von Risikokapitalfonds ermöglicht, ihre Fonds auf der Basis einheitlicher Regelungen europaweit zu vertreiben und durch die Einsammlung von mehr Kapital die Fonds zu vergrößern<sup>1089</sup>. Die Verordnung trägt den Besonderheiten der Manager kleinerer AIF Rechnung, die mit der AIFM-Richtlinie unzureichend berücksichtigt wurden<sup>1090</sup>, weil diese vom Anwendungsbereich der AIFM-Richtlinie ausgenommen sind<sup>1091</sup>. Die Risikokapitalverordnung regelt einheitliche Anforderungen an und Bedingungen für Fondsmanager, die für den Vertrieb von qualifizierten Risikokapitalfonds in der Union die Bezeichnung „EuVECA“ führen möchten, Art. 1 EuVECA-VO. Es besteht für derartige Fondsmanager die Möglichkeit, sich einer freiwilligen Regulierung („opt-in“) zu unterwerfen, um im Rahmen einer europaweiten Registrierung einen grenzüberschreitenden Vertrieb zu betreiben<sup>1092</sup>. So wurde ein eigenes Parallelregime zur AIFM-Richtlinie geschaffen<sup>1093</sup>. Der Anwendungsbereich umfasst gemäß Art. 2 EuVECA-VO sog. „kleine“ Fonds, deren verwaltete Vermögenswerte 500 Mio. EUR nicht überschreiten und nicht hebel-finanziert sind<sup>1094</sup>. Daneben müssen die Fonds in der Union niedergelassen sein, sich registrieren lassen und Portfolios von qualifizierten Risikokapitalfonds verwalten. Das Kapital des AIF soll zu mindestens 70 % in Risiko-KMU und – um trotzdem ein gewisses Maß an Flexibilität zu bieten<sup>1095</sup> – zu maximal 30 % in andere Vermögenswerte als qualifizierte Anlagen investiert werden<sup>1096</sup>. Bei den qualifizierten Anlagen soll es sich um Eigenkapital oder eigenkapitalähnliche Instrumente handeln<sup>1097</sup>. Anteile an Risikokapitalfonds können ausschließlich

---

<sup>1086</sup> Erwägungsgrund Nr. 1 EuVECA-VO, ABI. L 115 v. 25.04.2013, S. 1.

<sup>1087</sup> Verordnung (EU) des Europäischen Parlaments und des Rates v. 17.04.2013 über Europäische Risikokapitalfonds (EuVECA-VO), ABI. L 115 v. 25.04.2013, S. 1.

<sup>1088</sup> Erwägungsgrund Nr. 2 EuVECA-VO, S. 1; *Frick*, in: *Gericke*, *Private Equity III*, S. 77 (90).

<sup>1089</sup> *Volhard/Kruschke*, *EWS* 2012, 21 (24); *Siering/Izzo-Wagner*, *BKR* 2014, 242 (242).

<sup>1090</sup> *Boxberger*, *VentureCapital Magazin* 7-8/2013, 42 (42).

<sup>1091</sup> Art. 3 Abs. 2 lit. b AIFM-RL.

<sup>1092</sup> *Jesch*, *BB* 2012, 2895 (2896); *Volhard/Kruschke*, *EWS* 2012, 21 (24); *Weitnauer*, *GWR* 2014, 139 (139).

<sup>1093</sup> *Jesch/Aldinger*, *RdF* 2012, 217 (217); *Jesch*, *BB* 2012, 2895 (2896).

<sup>1094</sup> *Boxberger*, *VentureCapital Magazin* 7-8/2013, 42 (42).

<sup>1095</sup> Erwägungsgrund Nr. 20 EuVECA-VO, ABI. L 115 v. 25.04.2013, S. 4.

<sup>1096</sup> Art. 3 lit. b EuVECA-VO; Erwägungsgrund Nr. 12 EuVECA-VO, ABI. L 115 v. 25.04.2013, S. 3; *Volhard/Kruschke*, *EWS* 2012, 21 (24); *Weitnauer*, *GWR* 2014, 139 (141).

<sup>1097</sup> D.h. eine Mischung aus Eigen- und Fremdkapital; die Rendite des Instruments ist an den Gewinn oder Verlust des qualifizierten Portfoliounternehmens gebunden und die Rückzahlung im Falle einer Insolvenz nicht vollständig gesichert, z.B. nachgeordnete Darlehen, stille Beteiligungen, Beteiligungsdarlehen, Genussrechte, Wandelschuldverschreibungen und Optionsanleihen, besicherte und unbesicherte Darlehen, Art. 3 lit. e EuVECA-VO; Erwägungsgrund Nr. 16, EuVECA-VO, S. 3.

an professionelle und semiprofessionelle Anleger vertrieben werden, Art. 6 EuVECA-VO<sup>1098</sup>. Der Vertrieb von qualifizierten Risikofonds soll sich nur an Anleger richten, deren Erfahrung, Wissen und Sachkenntnis sie befähigen, eigene Anlageentscheidungen zu treffen und die Risiken dieser Fonds angemessen einzuschätzen<sup>1099</sup>. Der besondere Vorteil für die Verwalter von Risikokapitalfonds besteht darin, dass sie hinsichtlich des Vertriebs ihrer AIF keinen Anforderungen oder Verwaltungsverfahren unterliegen und auch keine vorherige Genehmigung des Vertriebs erforderlich ist, Art. 16 Abs. 2 EuVECA-VO<sup>1100</sup>. Zudem besteht auch keine Verpflichtung zur Einrichtung einer Verwahrstelle. Nach erfolgter Registrierung wird es entsprechenden Verwaltern durch einen europäischen Pass ermöglicht, in der gesamten EU tätig zu werden<sup>1101</sup>.

#### **b) Informationspflichten gegenüber potentiellen Anlegern**

Art. 13 EuVECA-VO legt die wesentlichen Informationspflichten eines Risikokapitalfonds-Verwalters fest, die gegenüber den potentiellen Anlegern vor deren Anlageentscheidung in klarer und verständlicher Weise zu erteilen sind<sup>1102</sup>:

Gemäß Art. 13 Abs. 1 lit. c EuVECA-VO sind die Anlagestrategie und die Anlageziele des qualifizierten Risikokapitalfonds zu beschreiben. Neben der Beschreibung der Anlagetechniken, die der Fonds anzuwenden beabsichtigt, sowie etwaige Anlagebeschränkungen sind im Rahmen der Anlagestrategie und Anlageziele die Investitionsobjekte, in die der AIF zu investieren beabsichtigt, darzustellen: Es sind Angaben über die Arten qualifizierter Portfoliounternehmen und anderer qualifizierter Risikokapitalfonds, in die der AIF zu investieren beabsichtigt, über die Arten qualifizierter Portfoliounternehmen, in die ein anderer qualifizierter Risikokapitalfonds, in den investiert werden soll, zu investieren beabsichtigt und über die nicht-qualifizierten Anlagen, die er zu tätigen beabsichtigt, zu tätigen. Um ein hohes Maß an Transparenz zu erreichen, sind einheitliche Regeln für die Offenlegungspflichten, die die Verwalter derartiger AIF gegenüber ihren Anlegern zu erfüllen haben, im Rahmen der Darstellung der Anlagestrategie bereits festgelegt worden<sup>1103</sup>. Bis zu 70 % der Investitionen werden dabei bereits im Rahmen der vorherigen Auswahlentscheidung dem vollständigen Ermessen des Fondsmanagements entzogen und seitens der Verordnung wesentliche Merkmale der Investitionsobjekte vorgegeben. Denn die qualifizierten Portfoliounternehmen, in die der AIF unmittelbar oder mittelbar beabsichtigt zu investieren, werden anhand vorgegebener Investitionskriterien näher bestimmt: Ein qualifiziertes Portfoliounternehmen wird gemäß Art. 3 lit. d Ziff. i EuVECA-VO unter anderem dadurch gekennzeichnet, dass es nicht für den Handel an einem geregelten Markt oder in einem multilateralen Handelssystem zugelassen ist, weniger

---

<sup>1098</sup> *Boxberger*, VentureCapital Magazin 7-8/2013, 42 (43); *Jesch/Aldinger*, RdF 2012, 217 (221); *Weitnauer*, GWR 2014, 139 (141).

<sup>1099</sup> Erwägungsgrund Nr. 24 EuVECA-VO, ABl. L 115 v. 25.04.2013, S. 4; *Volhard/Kruschke*, EWS 2012, 21 (24).

<sup>1100</sup> Zur Frage, ob gesondert beauftragte Vertriebsgesellschaften den Vertriebsbestimmungen des Kapitalanlagegesetzbuchs unterliegen, *Siering/Izzo-Wagner*, BKR 2014, 242 (244).

<sup>1101</sup> *Jesch/Aldinger*, RdF 2012, 217 (219).

<sup>1102</sup> KomVorsch. EuVECA-VO, KOM(2011) 860 endg. v. 07.12.2011, S. 9 (zu damals noch Art. 12 EuVECA-VO-E); *Weitnauer*, GWR 2014, 139 (142).

<sup>1103</sup> Erwägungsgrund Nr. 31 EuVECA-VO, ABl. L 115 v. 25.04.2013, S. 5.

als 250 Personen beschäftigt und einen Jahresumsatz von höchstens 50 Mio. EUR oder eine Jahresbilanzsumme von höchstens 43 Mio. EUR hat<sup>1104</sup>. Zudem muss sich das Fondsmanagement bereits konkret mit den Arten von Zielobjekten befasst haben. Angaben über nur mögliche Zielunternehmen sind nicht ausreichend. Denn der Wortlaut fordert die Angabe der Anlage, in die eine Investition „beabsichtigt“ wird,<sup>1105</sup> und nicht nur die Information darüber, in welche Vermögensgegenstände investiert werden darf. Die Vorgabe einer konkreten Beschreibung resultiert aus der besonderen Stellung und vermittelten Integrität der Bezeichnung „EuVECA“, die europäische Risikokapitalfonds verwenden dürfen. Die Verwendung dieser Bezeichnung soll qualifizierten Risikokapitalfonds vorbehalten bleiben, die hinsichtlich ihrer Anlagestrategie und ihrer Anlageobjekte vollständige Transparenz bieten<sup>1106</sup>.

Gemäß Art. 13 Abs. 1 lit. d EuVECA-VO sollen dem potentiellen Anleger gegenüber auch das Risikoprofil des qualifizierten Risikokapitalfonds und jegliche Risiken im Zusammenhang mit den Vermögenswerten, in die der AIF investieren kann, oder den zulässigen Anlagetechniken beschrieben werden. Auch sind die Bewertungsverfahren des qualifizierten Risikokapitalfonds und der Kalkulationsmethoden für die Bewertung von Vermögenswerten, einschließlich der Verfahren für die Bewertung qualifizierter Portfoliounternehmen, zu beschreiben, Art. 13 Abs. 1 lit. e EuVECA-VO. Zudem sind die einschlägigen Kosten unter Angabe der jeweiligen Höchstbeträge darzustellen, Art. 13 Abs. 1 lit. g EuVECA-VO. Diese Angaben sollten in ihrer Darstellung so konkret wie möglich auf die eingegrenzten Investitionsobjekte abgestimmt werden<sup>1107</sup>. Dies gilt vor allem vor dem Hintergrund, dass die Angaben redlich und eindeutig sein müssen und nicht irreführend sein dürfen, Art. 13 Abs. 2 EuVECA-VO. Je mehr die Angaben nur in Bezug auf allgemeinere Kriterien der Vermögensgegenstände dargestellt werden, desto weniger Informationsgehalt wohnt ihnen inne. Im Rahmen der Risikobeschreibung ist zudem wiederum besonders auf das Blind Pool-Risiko hinzuweisen. Dadurch, dass die Auswahl der Zielgesellschaften durch das Fondsmanagement erfolgt, ist der Erfolg des Investments vom persönlichen Know-How, den geschäftlichen Kontakten und der Qualifikation des Fondsmanagements abhängig<sup>1108</sup>. Im Private Equity-Bereich ist zudem das Investitionsrisiko gesondert auszuweisen<sup>1109</sup>. Denn die Risiken bestehen hier auch darin, genügend geeignete Investitionsobjekte zu finden, um die innerhalb kurzer Zeit zusammenfließenden Geldsummen adäquat anzulegen<sup>1110</sup>.

---

<sup>1104</sup> Daneben darf das Unternehmen gemäß Art. 3 lit. d Ziff. ii EuVECA-VO nicht selbst ein Organismus für gemeinsame Anlagen (i.S.v. Art. 3 lit. a EuVECA-VO) sein, nicht unter bestimmte, in Art. 3 lit. d Ziff. iii EuVECA-VO aufgeführte Gesellschaftsformen fallen und muss im Hoheitsgebiet eines Mitgliedstaats oder in einem kooperativen Drittland niedergelassen sein, wobei in Bezug auf das Drittland bestimmte, in Art. 3 lit. d Ziff. iv EuVECA-VO aufgeführte Voraussetzungen erfüllt sein müssen; *Jesch/Aldinger*, RdF 2012, 217 (220).

<sup>1105</sup> Art. 13 lit. c Ziff. i bis iv EuVECA-VO.

<sup>1106</sup> Erwägungsgrund Nr. 31 EuVECA-VO, ABl. L 115 v. 25.04.2013, S. 5.

<sup>1107</sup> Es kann auf die obigen Ausführungen zur Darstellung der Risiken, Bewertungsverfahren und Kosten verwiesen werden.

<sup>1108</sup> *Kind*, in: Lüdicke/Arndt, Geschlossene Fonds, B. VI., S. 430.

<sup>1109</sup> *Kind*, in: Lüdicke/Arndt, Geschlossene Fonds, B. VI., S. 432.

<sup>1110</sup> *Kind*, in: Lüdicke/Arndt, Geschlossene Fonds, B. VI., S. 432.

### **c) Ergebnis**

Risikokapitalfonds können zwar grundsätzlich als Blind Pools aufgelegt werden, sie haben bei der Information ihrer potentiellen Anleger im Rahmen der Beschreibung der Anlagestrategie und -ziele des Fonds jedoch keine vollständige Gestaltungsfreiheit. Obwohl sich Europäische Risikokapitalfonds an Spezialanleger richten, sind dem Fondsmanagement gewisse Einschränkungen bei der Auswahl der Investitionsobjekte auferlegt. Wenn der Verpflichtung zur Information der Anleger nach Art. 13 EuVECA-VO nicht nachgekommen wird, drohen entsprechende Maßnahmen bis zu einem Verbot der Verwendung der Bezeichnung „EuVECA“ und der Streichung des Fonds aus dem Register, Art. 21 Abs. 1 lit. i, 2 EuVECA-VO.

### C. Angaben im Rahmen des Erlaubnisanspruchs und der Registrierung von Kapitalverwaltungsgesellschaften

Grundsätzlich muss nun jede Kapitalverwaltungsgesellschaft eine schriftliche Erlaubnis bei der BaFin beantragen (§ 20 Abs. 1 S. 1 KAGB)<sup>1111</sup> (Tätigkeitsverbot mit Erlaubnisvorbehalt<sup>1112</sup>). Ausgenommen sind Kapitalverwaltungsgesellschaften, die nur „kleine“ AIF verwalten, d.h. bei denen die verwalteten Vermögensgegenstände des AIF bestimmte Schwellenwerte nicht überschreiten. Diese unterliegen nur einer Registrierungspflicht und einem verringerten bis kaum vorhandenen Aufsichtsregime<sup>1113</sup>. Das Betreiben einer Kapitalverwaltungsgesellschaft ohne die entsprechend erforderliche Erlaubnis oder Registrierung ist strafbewährt (§ 339 KAGB)<sup>1114</sup>. Die Verfahren differenzieren bei den Anforderungen, die im Rahmen des Erlaubnisanspruchs bzw. der Registrierung gestellt werden, nicht danach, ob Publikums- oder Spezial-AIF verwaltet werden sollen. Einen Erlaubnisanspruch bzw. eine Registrierung bei der BaFin können nur inländische Kapitalverwaltungsgesellschaften stellen, da das Herkunftslandprinzip gilt<sup>1115</sup>. Auch die Anforderungen im Rahmen der Erlaubnis bzw. Registrierung können bei Blind Pools als zusätzliche Informationsquelle und dem Schutz potentieller Anleger dienen – trotz grundsätzlich anderer Zweckrichtung. Denn bei Blind Pools ist es erheblich wesentlicher über ein Netz sonstiger Informationen ein Konglomerat ausreichender Bewertungsfaktoren für die potentielle Investition zu erlangen. Im Folgenden werden die Angaben, die im Rahmen des Erlaubnis- bzw. Registrierungsanspruch gegenüber der BaFin erteilt werden müssen und die durch einen grundsätzlichen Bezug zu den Investitionsobjekten der zu verwaltenden AIF beeinflusst werden können, auf ihre inhaltlichen Anforderungen untersucht und darauf, ob die Angabepflichten für Blind Pools ggf. problematisch zu erfüllen sind.

#### I. Erlaubnispflichtige Kapitalverwaltungsgesellschaften

Mit dem Antrag auf Erlaubnis müssen die Kapitalverwaltungsgesellschaften bereits umfangreiche Informationspflichten gegenüber der BaFin erfüllen (§ 22 KAGB), unter anderem<sup>1116</sup> Angaben über die Vergütungspolitik, zu etwaigen Auslagerungsvereinbarungen, zu den Anlagestrategien und umfangreiche

---

<sup>1111</sup> *Hartrott/Goller*, BB 2013, 1603 (1606); *Jesch/Alten*, RdF 2013, 191 (193).

<sup>1112</sup> *Koch*, WM 2014, 433 (433); *Koch*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 111 (119 Rn. 278); *Boxberger*, in: Weitnauer/Boxberger/Anders, KAGB, § 44 KAGB Rn. 1.

<sup>1113</sup> *Jesch/Alten*, RdF 2013, 191 (194); *Koch*, WM 2014, 433 (433 f.).

<sup>1114</sup> *Freitag*, NZG 2013, 329 (330); *Demleitner*, BB 2014, 2058 (2060); *Geurts/Schubert*, WM 2014, 2154 (2155).

<sup>1115</sup> Vgl. *Volhard/Jang*, DB 2013, 273 (277).

<sup>1116</sup> Zu den hier thematisch zu vernachlässigenden Informationen zu Kapitalanforderungen, zum Vergütungssystem, zu Auslagerungsvereinbarungen u.a., *Hartrott/Goller*, BB 2013, 1603 (1606 f.).

Informationen zu jedem AIF, den die antragstellende Kapitalverwaltungsgesellschaft zu verwalten beabsichtigt<sup>1117</sup>. Über die Erteilung der Erlaubnis muss die BaFin innerhalb von drei Monaten nach Einreichung des vollständigen Antrags entscheiden (§ 22 Abs. 2 KAGB)<sup>1118</sup>. § 23 KAGB normiert, unter welchen Voraussetzungen die Erlaubnis zu versagen ist,<sup>1119</sup> und § 39 KAGB, wann die Erlaubnis erlischt bzw. die BaFin die Erlaubnis aufheben kann. Sowohl das Erlaubnisverfahren als auch das Verfahren der Erlaubnisaufhebung folgen grundsätzlich dem Konzept der entsprechenden Bestimmungen des aufgehobenen Investmentgesetz<sup>1120</sup>.

### 1. Angaben zur Beurteilung der fachlichen Eignung der Geschäftsleiter

Gemäß § 22 Abs. 1 Nr. 4 KAGB muss der Erlaubnisantrag Angaben zur Beurteilung der fachlichen Eignung der Geschäftsleiter enthalten<sup>1121</sup>. Geschäftsleiter sind gemäß § 1 Abs. 19 Nr. 15 KAGB diejenigen natürlichen Personen, die nach dem Gesetz, der Satzung oder dem Gesellschaftsvertrag zur Führung der Geschäfte und zur Vertretung einer Kapitalverwaltungsgesellschaft berufen sind, sowie diejenigen natürlichen Personen, die die Geschäfte der Kapitalverwaltungsgesellschaft tatsächlich leiten. Die BaFin hat ein Merkblatt hinsichtlich der verschiedenen Anforderungen im Rahmen des Erlaubnisverfahrens für eine AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft nach § 22 KAGB herausgegeben<sup>1122</sup>, in dem sie sich auch zu den Anforderungen, die an die fachliche Eignung der Geschäftsleiter zu stellen sind, äußert<sup>1123</sup>. Die fachliche Eignung setzt (i.S.v. § 33 Abs. 2 KWG<sup>1124</sup>) voraus, dass die Personen, die als Geschäftsleiter bestellt werden sollen, in ausreichendem Maße über theoretische und praktische Kenntnisse in den betreffenden Geschäften sowie über Leitungserfahrung verfügen<sup>1125</sup>. Die fachliche Eignung

---

<sup>1117</sup> *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89 (91); *Fischer/Friedrich*, ZBB 2013, 153 (156); *Jesch/Alten*, RdF 2013, 191 (196 ff.); *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 205 ff.

<sup>1118</sup> *Jesch/Alten*, RdF 2013, 191 (199); *Winterhalder*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 22 KAGB Rn. 45.

<sup>1119</sup> *Jesch/Alten*, RdF 2013, 191 (199); *Döser/Herkströter*, in: *Beckmann/Scholtz/Vollmer*, Investment-HB, vor 405 Rn. 128, In/EL 9/12 – X.12; vgl. *van Kann/Redeker/Keiluweit*, DStR 2013, 1483 (1484).

<sup>1120</sup> *Emde/Dreibus*, BKR 2013, 89 (91 f.).

<sup>1121</sup> *Bußalb*, in: *Möllers/Kloyer*, KAGB Tagungsband, S. 221 (231 f. Rn. 597).

<sup>1122</sup> Merkblatt zum Erlaubnisverfahren für eine AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft nach § 22 KAGB-E, v. 22.03.2013. Dieses Merkblatt bezieht sich noch auf die Entwurfsfassung des KAGB, ist seit dessen Inkrafttreten aber auch nicht aktualisiert worden.

<sup>1123</sup> BaFin, Merkblatt zum Erlaubnisverfahren für eine AIF- Kapitalverwaltungsgesellschaft nach § 22 KAGB-E v. 22.03.2013, A) 4. b).

<sup>1124</sup> BaFin, Merkblatt zum Erlaubnisverfahren für eine AIF- Kapitalverwaltungsgesellschaft nach § 22 KAGB-E v. 22.03.2013, A) 4. b), Fn. 4. Dass der Maßstab des § 33 Abs. 2 KWG maßgeblich ist, ergibt sich auch aus § 23 Nr. 3 KAGB, wonach die Erlaubnis zu versagen ist, wenn Tatsachen vorliegen, aus denen sich ergibt, dass die Geschäftsleiter nicht die zur Leitung erforderliche Eignung i.S.v. § 33 Abs. 2 KWG haben.

<sup>1125</sup> *Jesch/Alten*, RdF 2013, 191 (198); *Winterhalder*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 22 KAGB Rn. 13 i.V.m. § 21 KAGB Rn. 18.

muss in Bezug auf die fondsspezifische, von der Kapitalverwaltungsgesellschaft beabsichtigte Geschäftstätigkeit vorliegen<sup>1126</sup>. Diese ergibt sich aus dem Unternehmensgegenstand, wie er in der Satzung bzw. dem Gesellschaftsvertrag festgelegt ist, sowie aus der Angabe im Geschäftsplan in Bezug auf die Arten von AIF, die die Gesellschaft zu verwalten beabsichtigt. Die fondsspezifische Geschäftstätigkeit hängt maßgeblich von den Vermögensgegenständen des AIF ab<sup>1127</sup>. Denn es macht in Bezug auf die erforderlichen Kenntnisse einen Unterschied, ob in Gewerbeimmobilien, Containerschiffe oder Start-Up-Unternehmen in der Technologiebranche investiert werden soll. Die fachliche Kompetenz und Erfahrung der Geschäftsleiter beurteilt sich demnach in Abhängigkeit zu den Investitionsobjekten. Dieser Maßstab gilt nicht nur bei der Antragstellung. Auch die Beurteilung, ob die Kapitalverwaltungsgesellschaft ihrer Tätigkeit im laufenden Geschäft mit der gebotenen Sachkenntnis und Sorgfalt nachgeht<sup>1128</sup>, hängt maßgeblich von den Vermögenswerten, in die die verwalteten AIF investieren, ab. So fordert Art. 18 Abs. 2 VO (EU) Nr. 231/2013<sup>1129</sup>, dass die Fondsmanager gewährleisten, dass sie hinsichtlich der Vermögenswerte, in die der AIF investiert, über ausreichende Kenntnisse und ausreichendes Verständnis verfügen<sup>1130</sup>. Auch muss das Leitungsgremium des AIF über die Kenntnisse, Kompetenzen und Erfahrungen verfügen, die für das Verständnis der Tätigkeiten des AIF erforderlich sind, was insbesondere für die mit diesen Tätigkeiten verbundenen Hauptrisiken und die Vermögenswerte, in die der AIF investiert, gilt, Art. 21 lit. a VO (EU) Nr. 231/2013.

Die Beurteilung der fachlichen Eignung der Geschäftsleiter steht demnach stark in Abhängigkeit zu den Investitionsobjekten des AIF, der verwaltet werden soll. Bei Publikums-AIF kann die Einschätzung konkret in Bezug auf die Investitionsobjekte der zu verwaltenden AIF überprüft werden, da das Fondsmanagement eine Festlegung der Vermögensgegenstände zumindest hinreichend bestimmt vorgenommen haben muss. Bei Spezial-AIF, die als Black Blind Pools ausgestaltet sind, kann sich die Beurteilung bzw. der Nachweis der fachlichen Eignung als schwieriger erweisen. Denn je weniger eine Eingrenzung der möglichen Investitionsobjekte erfolgt ist, je mehr verschiedene, potentielle Assetklassen und Vermögensgegenstände für eine Investition in Betracht kommen, desto breiter müssen die Sachkenntnisse der Geschäftsleiter sein. Sie müssten dann darlegen, dass sie im Hinblick auf sämtliche möglichen Assetklassen und Vermögensgegenstände die nötige Qualifikation besitzen. Je vager die Vermögensgegenstände und Investitionskriterien bestimmt sind, desto schwieriger dürfte eine entsprechende Prüfung sein und desto eher dürften Zweifel an der Fachkompetenz für viele verschiedene Bereiche bestehen<sup>1131</sup>. Aus diesem Grund sollte möglichst zumindest eine grobe Eingrenzung der Vermögensgegenstände, in die der AIF investieren darf, vorgenommen werden. Alternativ kann eine Möglichkeit sein,

---

<sup>1126</sup> BaFin, Merkblatt zum Erlaubnisverfahren für eine AIF- Kapitalverwaltungsgesellschaft nach § 22 KAGB-E v. 22.03.2013, A) 4. b); *Winterhalder*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 22 KAGB Rn. 13 i.V.m. § 21 KAGB Rn. 20.

<sup>1127</sup> *Jesch/Alten*, RdF 2013, 191 (198) äußern sich zumindest dahingehend, dass die fondsspezifische Tätigkeit unter anderem die Assetklasse betreffen dürfte.

<sup>1128</sup> Diese Verpflichtung ergibt sich aus § 26 Abs. 2 Nr. 1 KAGB.

<sup>1129</sup> Die Kriterien für die Beurteilung, ob die Kapitalverwaltungsgesellschaft ihren Pflichten gemäß § 22 Abs. 1 und 2 KAGB nachkommt, bestimmen sich nach § 26 Abs. 7 KAGB i.V.m. Art. 16 bis 29 der VO (EU) Nr. 231/2013.

<sup>1130</sup> Dazu auch 6 Erwägungsgrund Nr. 40 VO (EU) Nr. 231/2013, ABl. L 83 v. 22.03.2013, S. 6.

<sup>1131</sup> Ähnlich *Loritz/Uffmann*, WM 2013, 2193 (2197).

unterschiedliche Geschäftsleiter für verschiedene potentielle Investitionskategorien einzusetzen. Denn die Anforderungen müssen die Geschäftsleiter zunächst nur „kollektiv“ erfüllen<sup>1132</sup>. Für das jeweilige Spezialgebiet könnte dann die entsprechende fachliche Eignung eines Geschäftsleiters dargelegt werden.

## 2. Angaben zu den Anlagestrategien

Gemäß § 22 Abs. 1 Nr. 10 KAGB<sup>1133</sup> muss der Erlaubnis Antrag der Kapitalverwaltungsgesellschaft Angaben zu den Anlagestrategien der AIF, deren Verwaltung beabsichtigt ist, enthalten<sup>1134</sup>. Hierbei sollen auch die Arten der Zielfonds, falls es sich bei dem AIF um einen Dachfonds handelt, und die Risikoprofile und sonstigen Eigenschaften der AIF, die die Kapitalverwaltungsgesellschaft verwaltet oder zu verwalten beabsichtigt, angegeben werden. Die BaFin führt in ihrem Merkblatt zum Erlaubnisverfahren aus, dass bei der Angabe der Anlagestrategien auf die Kategorisierung der Anlagestrategien im Formblatt für die Berichterstattung in der AIFM-Level 2 Verordnung in Anhang IV<sup>1135</sup> zurückgegriffen werden kann<sup>1136</sup>. Sofern eine Anlagestrategie verfolgt werde, die dort nicht aufgeführt werde, sei diese kurz zu beschreiben (z.B. bei geschlossenen Fonds anhand der Art der Vermögensgegenstände, in die investiert werden soll). Die Kategorisierung der Anlagestrategien in Anhang IV VO (EU) Nr. 231/2013 sehen eine relativ grobe Einordnung vor, die sich vereinzelt an den Assetklassen orientiert. Die AIF sind zunächst nach Typen wie Hedgefonds, Private Equity-Fonds, Immobilienfonds und Dachfonds aufgegliedert<sup>1137</sup>. Zu den einzelnen Fonds-Typen werden dann beispielhaft Anlagestrategien aufgeführt (bei Immobilienstrategien z.B. die Strategieverfolgung „Wohnimmobilien“, „Gewerbeimmobilien“ oder „Industrieimmobilien“<sup>1138</sup>). Zu den im Rahmen der Anlagestrategie vorzunehmenden Angaben der Risikoprofile und sonstigen Eigenschaften der AIF ist Anhang IV des Formblatts für die Berichterstattung der VO (EU) Nr. 231/2013 als Orientierungshilfe zu entnehmen, dass die wichtigsten Instrumente, mit denen der AIF handelt, sein geografischer Schwerpunkt (z.B. Afrika, Europa, supranational), die wichtigsten Portfoliokonzentrationen, die typische Geschäfts- und Positionsgröße, die wichtigsten Märkte, auf denen der AIF

---

<sup>1132</sup> Art. 21 lit. a VO (EU) Nr. 231/2013.

<sup>1133</sup> § 22 Abs. 1 Nr. 10 KAGB dient der Umsetzung von Art. 7 Abs. 3 lit. a AIFM-RL, der wörtlich übernommen worden ist, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 215.

<sup>1134</sup> *Hartrott/Goller*, BB 2013, 1603 (1607).

<sup>1135</sup> Delegierte Verordnung (EU) Nr. 231/2013 der Kommission v. 19.12.2013 zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Ausnahmen, die Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit, Verwahrstellen, Hebelfinanzierung, Transparenz und Beaufsichtigung, ABl. L 83 v. 22.03.2013, S. 1 ff., 71 ff.

<sup>1136</sup> BaFin, Merkblatt zum Erlaubnisverfahren für eine AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft nach § 22 KAGB-E v. 22.03.2013, A) 10.

<sup>1137</sup> VO (EU) Nr. 231/2013 v. 19.12.2013, ABl. L 83 v. 22.03.2013, S. 72 (Anhang IV, Formblatt für die Berichterstattung: AIF).

<sup>1138</sup> VO (EU) Nr. 231/2013 v. 19.12.2013, ABl. L 83 v. 22.03.2013, S. 72 ff. (Anhang IV, Formblatt für die Berichterstattung: AIF).

handelt (z.B. Angabe des MIC) sowie die Anlegerkonzentration (professionelle Kunden, Kleinanleger) zu einer solchen Beschreibung gehören<sup>1139</sup>.

Die Angabe der Anlagestrategie ebenso wie die Angabe zu den Risiken ist nur anhand relativ grober Kriterien, die zudem nicht zwingend sind, auszufüllen. Sofern keine der im Formblatt aufgeführten Angaben einschlägig sind, kann eine Beschreibung anhand der Vermögensgegenstände des AIF erfolgen. Dies ist allerdings auch nicht zwingend, sondern im Merkblatt zum Erlaubnisverfahren der BaFin nur als mögliche Konkretisierung der Beschreibung aufgeführt.

#### **a) Verwaltung von Spezial-AIF**

Eine derart grobe, allgemein gehaltene Beschreibung der Anlagestrategie von zu verwaltenden Spezial-AIF entspricht den inhaltlichen Anforderungen, die im Rahmen anderer Angabepflichten zu erfüllen sind. Selbst in dem Falle, dass die Verwalter von Spezial-AIF den Informationspflichten gemäß § 307 KAGB gegenüber den potentiellen Anlegern im Rahmen des Vertriebs vollumfänglich nachkommen müssen, muss die Anlagestrategie nicht derart konkret dargestellt werden, dass eine tatsächliche Festlegung auf die konkreten Investitionsobjekte bereits erfolgt. Dann kann dies erst recht nicht erforderlich sein, wenn es um die Information der Aufsichtsbehörde geht und nicht darum, dass sich ein potentieller Anleger ein möglichst umfassendes Bild von der Investition, die er tätigen möchte, machen kann. Im Rahmen der Informationserteilung gegenüber der BaFin liegt der Fokus auf der Prävention systemischer Risiken<sup>1140</sup>. Die BaFin soll verstärkt informiert werden, um ihre Aufsicht und Kontrolle besser ausüben zu können. Es geht jedoch nicht um eine Überfrachtung der Behörde mit Detailinformationen, die das Produkt betreffen und für den Anleger bei seiner Investitionsentscheidung konzipiert sind.

#### **b) Verwaltung von Publikums-AIF**

Fraglich ist, ob nicht aber zumindest im Bereich geschlossener Publikums-AIF eine derart grobe Darstellung der Investitionskriterien unzureichend ist und im Rahmen der Beschreibung der Anlagestrategie ein Bezug zu den hinreichend konkreten Vermögensgegenständen hergestellt werden muss. Dies könnte sich daraus ergeben, dass bei geschlossenen Publikums-AIF vom Fondsmanagement gefordert wird, sich im Hinblick auf das Produktverbot von Black Blind Pools auf die tatsächlich zu erwerbenden Vermögensgegenstände festzulegen<sup>1141</sup>. Für eine derartig enge Auslegung finden sich jedoch keine Anknüpfungspunkte, weder im Rahmen der gesetzlichen Anforderungen noch in der Gesetzesbegründung. § 22 Abs. 1 Nr. 10 KAGB orientiert sich vollumfänglich an dem bezüglich Spezial-AIF umzusetzenden Art. 7 Abs. 3 lit. a AIFM-RL, ohne eine Modifizierung für Publikums-AIF vorzunehmen. Für die Erlaubniserteilung der Verwaltungsgesellschaften sind für AIF einheitliche Anforderungen in § 22 KAGB aufgestellt worden. Es wird nicht nach den Voraussetzungen und dem Umfang im Rahmen der Darstel-

---

<sup>1139</sup> VO (EU) Nr. 231/2013 v. 19.12.2013, Abl. L 83 v. 22.03.2013, S. 75 ff. (Anhang IV, Wichtigste Risiken und stärkste Konzentration).

<sup>1140</sup> Vgl. *Weitnauer*, BKR 2011, 143 (143).

<sup>1141</sup> Siehe 4. Teil B12.

lung für Verwalter von Spezial- und Publikums-AIF differenziert. Hätte der Gesetzgeber konkretere Angaben für die Verwalter von geschlossenen Publikums-AIF gewünscht, hätte er für diese Situation andere Anforderungen aufstellen können, so wie er es im Rahmen der Produkthanforderungen bei geschlossenen Publikums-AIF getan hat. Auch der durch die BaFin vorgenommenen Konkretisierung der erforderlichen Angaben im Rahmen der Anlagestrategie kann eher Gegenteiliges entnommen werden. Denn die Aufsichtsbehörde lässt gerade eine grobe Eingrenzung ausreichen bzw. überlässt es dem Ermessen der Antragsteller, mit welchem Inhalt die Anlagestrategie umschrieben wird (die Bezugnahme auf die Angaben im Formblatt ist keine Pflicht<sup>1142</sup>).

Dieses Ergebnis (die Möglichkeit, die Anlagestrategie noch relativ allgemein zu halten) steht auch nicht im Widerspruch dazu, dass sich das Fondsmanagement zur Verhinderung von Black Blind Pools bei Publikums-AIF auf die tatsächlichen Vermögensgegenstände festzulegen hat. Diese Festlegung wird als Information gegenüber (Klein-) Anlegern gefordert, weil sie sich mit der Investition regelmäßig langfristig binden<sup>1143</sup>. Wenn es um den Kontakt zu bzw. die Information gegenüber Kleinanlegern geht, sollen Black Blind Pools verhindert werden. Im Rahmen des Erlaubnisanspruchs ist die Angabe über die Anlagestrategie des AIF gegenüber der beaufsichtigenden Behörde zu erteilen. Im Fokus steht hier die Sammlung von Informationen zur Erkennung von Finanzrisiken und zur Sicherung der Marktstabilität<sup>1144</sup>. Es geht dort nicht um eine möglichst genaue Produktinformation, um den Empfänger der Information zu schützen. Eine wesentlich konkretere Beschreibung ist im Rahmen der Darstellung der Anlagestrategie bei den Produktinformationen gegenüber Privatanlegern erforderlich, weil es hier um eine konkrete Anlageentscheidung geht, bei der wesentlich ist, dass der Anleger umfassend alle für seine Investitionsentscheidung maßgeblichen Informationen erhält. An beiden Stellen, an denen die Anlagestrategie dargestellt werden muss, geht es also um unterschiedliche Zielrichtungen, die mit der Information bezweckt werden sollen – einerseits Produktinformation und Anlegerschutz, andererseits Informationssammlung der Aufsichtsbehörde zur präventiven Erkennung systematischer Risiken und zur Sicherung der Finanzmarktstabilität.

Darüber ist auch eine effektive Kontrolle und Durchsetzung der Verhinderung reiner Blind Pools nicht gefährdet, wenn eine derartige Überprüfung nicht im Rahmen des Erlaubnisanspruchs erfolgt. Denn die Sicherung dieses Ziels kann ausreichend über eine Überprüfung der fondsbezogenen Dokumente im Rahmen der Vertriebsanzeige und der Genehmigungsprüfung der Anlagebedingungen erfolgen.

### 3. Sonstige einzureichende Unterlagen

Gemäß § 22 Abs. 1 Nr. 12 KAGB muss der Erlaubnisanspruch unter anderem auch die Anlagebedingungen und die Satzungen bzw. Gesellschaftsverträge aller AIF, die die Kapitalverwaltungsgesellschaft zu

---

<sup>1142</sup> Bei der Angabe der Anlagestrategien *kann* auf die Kategorisierung der Anlagestrategien im Formblatt für die Berichterstattung in der AIFM-Level 2 Verordnung in Anhang IV zurückgegriffen werden, BaFin, Merkblatt zum Erlaubnisverfahren für eine AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft nach § 22 KAGB-E v. 22.03.2013, A) 10.

<sup>1143</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 272.

<sup>1144</sup> Vgl. RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 188; vgl. Erwägungsgrund Nr. 2 AIFM-RL, Abl. L 174 v. 01.07.2011, S. 1.

verwalten beabsichtigt, sowie die Satzung bzw. den Gesellschaftsvertrag der Kapitalverwaltungsgesellschaft selbst, wenn sie als externe Kapitalverwaltungsgesellschaft die Verwaltung von Publikums-AIF beabsichtigt, enthalten<sup>1145</sup>. Darüber hinaus müssen im Rahmen des Erlaubnisantrags alle in den §§ 165, 269 und 307 Abs. 1 KAGB genannten weiteren Informationen für jeden AIF, den die Kapitalverwaltungsgesellschaft zu verwalten beabsichtigt, erteilt werden<sup>1146</sup>. Letzteres betrifft vor allem die inhaltlichen Anforderungen an den Verkaufsprospekt geschlossener Publikums-AIF (§ 269 KAGB)<sup>1147</sup> sowie die Informationen, die professionellen und semiprofessionellen Anlegern gegenüber im Rahmen des Vertriebs erteilt werden müssen<sup>1148</sup>. Hinsichtlich der inhaltlichen Anforderungen an die einzureichenden Unterlagen wird auf die entsprechenden obigen Ausführungen verwiesen<sup>1149</sup>.

#### 4. Rechtsfolge

Die Kapitalverwaltungsgesellschaft kann mit der Verwaltung der AIF unter Verwendung der im Erlaubnisantrag beschriebenen Anlagestrategien gemäß § 22 Abs. 4 1. HS KAGB beginnen, sobald die Erlaubnis erteilt ist. Gründe, die zur Folge haben, dass die Erlaubnis für die Kapitalverwaltungsgesellschaft zu versagen ist, sind in § 23 KAGB aufgeführt<sup>1150</sup>: Die Erlaubnis ist unter anderem zu versagen, wenn Tatsachen vorliegen, aus denen sich ergibt, dass die Geschäftsleiter der Kapitalverwaltungsgesellschaft nicht die zur Leitung erforderliche fachliche Eignung i.S.v. § 33 Abs. 2 KWG haben oder wenn andere als die in § 23 Nrn. 1 bis 10 KAGB explizit aufgeführten Voraussetzungen für die Erlaubniserteilung nach dem Kapitalanlagegesetzbuch nicht erfüllt sind<sup>1151</sup>. Aufgrund der geringen, zumal nicht zwingend ausgefüllten Anforderungen an die Darstellung der Anlagestrategie dürften sich diesbezüglich keine Probleme im Rahmen des Erlaubnisantrags stellen.

Fraglich ist aber, ob es zur Versagung der Erlaubnis führen kann, wenn die gemäß §§ 22 Abs. 1 Nrn. 12 und 14 KAGB einzureichenden Dokumente und Informationen nicht den erforderlichen inhaltlichen Anforderungen entsprechen. Dabei ist die Konstellation eines Publikums-AIF interessant, für den zwar die geforderten Unterlagen (Anlagebedingungen und Verkaufsprospekt) eingereicht werden, jedoch nicht

---

<sup>1145</sup> § 22 Abs. 1 Nr. 12 KAGB dient der Umsetzung von Art. 7 Abs. 3 lit. c AIFM-RL, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 215; *Winterhalder*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 22 KAGB Rn. 34.

<sup>1146</sup> § 22 Abs. 1 Nr. 14 KAGB dient der Umsetzung von Art. 7 Abs. 3 lit. e AIFM-RL, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 215.

<sup>1147</sup> Die Angaben gemäß §§ 165, 269 KAGB sind zudem in einen Wertpapierprospekt, der nach dem Wertpapierprospektgesetz oder der Prospektrichtlinie zu erstellen ist, aufzunehmen, vgl. § 268 Abs. 1 S. 3, 318 Abs. 1 Sätze 2 und 3, 3 KAGB.

<sup>1148</sup> *Hartrott/Goller*, BB 2013, 1603 (1607).

<sup>1149</sup> Zu den Anlagebedingungen geschlossener Publikums-AIF 4. Teil BII2 bzw. geschlossener Spezial-AIF 4. Teil BII1a); zu den Satzungen bzw. Gesellschaftsverträgen geschlossener Publikums-AIF 4. Teil BII1 bzw. geschlossener Spezial-AIF 4. Teil BII1a); zu den Informationen gemäß §§ 269, 307 KAGB 4. Teil BII3 bzw. 4. Teil BII1b).

<sup>1150</sup> Näheres *Winterhalder*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 23 KAGB Rn. 1 ff.

<sup>1151</sup> *Bußalb*, in: *Möllers/Kloyer*, KAGB Tagungsband, S. 221 (233 Rn. 600); § 23 Nr. 11 KAGB dient nur der Klarstellung, dass die Erlaubnis auch dann zu versagen ist, wenn andere als die in § 23 Nrn. 1 bis 10 aufgeführten Voraussetzungen für die Erlaubniserteilung nicht erfüllt sind, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 216.

mit dem geforderten Inhalt einer Festlegung der Investitionsobjekte, zumindest durch eine hinreichend bestimmte Konkretisierung der Investitionskriterien im Rahmen der Darstellung der Anlagestrategie. Hierfür ist die Frage zu klären, ob die Erfüllung der inhaltlichen Anforderungen an diese Dokumente zu den Voraussetzungen für die Erlaubniserteilung zählen. Entscheidend ist, ob im Rahmen der Prüfung des Erlaubnisanspruchs die einzureichenden Dokumente (Anlagebedingungen, Satzung bzw. Gesellschaftsvertrag, Informationen gemäß § 269 KAGB) inhaltlich geprüft werden oder nur formal überprüft wird, ob diese mit eingereicht wurden.

Das Gesetz schweigt zum anzusetzenden Prüfungsmaßstab. Das Erlaubnisverfahren für OGAW-Kapitalverwaltungsgesellschaften nach § 21 KAGB bzw. Kapitalanlagegesellschaften nach dem Investmentgesetz, an das das Erlaubnisverfahren für AIF angelehnt ist<sup>1152</sup>, bietet ebenfalls keine Hilfestellung in Bezug auf die Frage, ob auch die inhaltlichen Anforderungen an die einzureichenden Unterlagen geprüft werden. Denn nur § 22 Abs. 1 Nrn. 1 bis 6 KAGB ist an diese Normen angelehnt<sup>1153</sup>. § 22 Abs. 1 Nrn. 12 und 14 KAGB basiert allein auf der AIFM-Richtlinie, die den Prüfungsmaßstab ebenfalls nicht näher bestimmt. Gegen eine inhaltliche Überprüfung spricht, dass eine solche hinsichtlich der Anlagebedingungen und des Verkaufsprospekts geschlossener Publikums-AIF an anderer Stelle bereits vorgenommen wird. So bedürfen die Anlagebedingungen gemäß § 267 Abs. 1 S. 1 KAGB der Genehmigung und der Verkaufsprospekt unterliegt im Rahmen des Vertriebsanzeigeverfahrens gemäß § 316 KAGB der Überprüfung<sup>1154</sup>. Es käme sonst zu einer doppelten inhaltlichen Prüfung. Dies ist im Hinblick auf eine effiziente Aufsichtstätigkeit nicht opportun. Das Produktverbot von Black Blind Pools bei Publikums-AIF sowie die umfangreichen Produktinformationsanforderungen bezwecken den Schutz von Kleinanlegern. Es ist aber nicht ersichtlich, dass unzureichende Informationen über den AIF oder auch ein inhaltlich unzureichendes Vertragsdokument, das das Verhältnis zwischen dem AIF und den Anlegern betrifft, bereits dazu führen soll, dass die Verwaltung des AIF nicht zulässig sein soll. Die Erlaubnis gemäß § 20 KAGB betrifft nur den Geschäftsbetrieb des AIF. Die Erlaubnis zur Verwaltung eines AIF wird aber nicht mit der Beschränkung erteilt, dass ein bestimmter AIF nur als Spezial- oder auch als Publikums-AIF aufgelegt und vertrieben werden darf. Sie berechtigt vor allem auch noch nicht zum Vertrieb der Anteile an potentielle Anleger. Daher ist es grundsätzlich möglich, dass eine Erlaubnis für die Verwaltung eines Black Blind Pools erteilt wird. Sofern dieser AIF jedoch an Kleinanleger vertrieben werden soll, würde das Produktverbot bei geschlossenen Publikums-AIF greifen und darüber hinaus weitere Informationspflichten im Rahmen des Prospekts und der wesentlichen Anlegerinformationen zu erfüllen wären. Es spricht zumindest in Bezug auf die im Erlaubnisanspruch beizulegenden Unterlagen der Anlagebedingungen und der Informationen gemäß § 269 KAGB Einiges dafür, dass die BaFin diese im Rahmen der Prüfung, ob der Kapitalverwaltungsgesellschaft die Erlaubnis zum Geschäftsbetrieb erteilt werden soll, (noch) nicht inhaltlich überprüfen muss<sup>1155</sup>. Dies würde einer Versagung der Erlaubnis aus Gründen materiell unzureichender Dokumente die Grundlage entziehen.

---

<sup>1152</sup> § 22 KAGB ist teilweise redaktionell an § 21 KAGB angelehnt, der z.T. § 7a InvG entspricht, RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 215.

<sup>1153</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 215.

<sup>1154</sup> Siehe oben 4. Teil BI6a), 4. Teil BI6b).

<sup>1155</sup> A.A. Winterhalder, in: Weitnauer/Boxberger/Anders, KAGB, § 22 KAGB Rn. 37 i.V.m. § 21 Rn. 39.

## II. Registrierungspflichtige Kapitalverwaltungsgesellschaften

Die AIFM-Richtlinie sieht ein reduziertes Aufsichtsregime für AIFM vor, bei denen das Vermögen der verwalteten AIF zusammen 100 Mio. Euro nicht übersteigt bzw. 500 Mio. Euro, sofern nur nicht hebel-finanzierte AIF verwaltet werden und für einen Zeitraum von fünf Jahren keine Rückgaberechte eingeräumt werden<sup>1156</sup>. Die dahinterstehende Erwägung ist, dass bei derartigen „kleinen“ AIF der Aufwand umfassender Informations- und Organisationspflichten außer Verhältnis zu dem geringen, verwalteten Volumen steht und sich die Verwalter solcher AIF einzeln auch nicht erheblich auf die Finanzstabilität auswirken<sup>1157</sup>. Zumindest eine Registrierungspflicht für die Verwalter dieser AIF wurde jedoch ausdrücklich aufgenommen, da die Möglichkeit nicht ausgeschlossen werden kann, dass die Fondsverwalter derartiger „kleiner“ AIF im Zusammenwirken ihrer Aktivitäten trotzdem Systemrisiken nach sich ziehen können<sup>1158</sup>. Der nationale Gesetzgeber hat die Pflichten nur registrierungspflichtiger AIFM in §§ 44 ff. KAGB umgesetzt<sup>1159</sup>. Dabei eröffnet er das verringerte Aufsichtsregime<sup>1160</sup> nicht nur Verwaltern von Spezial-AIF, sondern unter bestimmten Bedingungen auch Verwaltern von Publikums-AIF<sup>1161</sup> (§ 2 Abs. 4, 4a und 5 KAGB)<sup>1162</sup>. Die BaFin bestätigt der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft die Registrierung innerhalb von zwei Wochen nach Eingang des vollständigen Antrags, wenn die Voraussetzungen für die Registrierung erfüllt sind (§ 44 Abs. 4 S. 1 KAGB). § 44 Abs. 4 S. 4 und Abs. 5 KAGB normieren unter welchen Voraussetzungen die Registrierung versagt wird und die BaFin die Registrierung aufheben kann.

Nur einer Registrierungspflicht, aber keiner Erlaubnis unterliegen die folgenden Kapitalverwaltungsgesellschaften<sup>1163</sup> unter den folgenden Voraussetzungen:

---

<sup>1156</sup> Art. 3 Abs. 2 AIFM-RL; Erwägungsgrund Nr. 17 AIFM-RL, Abl. L 174 v. 01.07.2011, S. 3; *Nelle/Klebeck*, BB 2013, 2499 (2499); vgl. *Volhard/El-Qalqili*, EWS 2013, 281 (282); *Zetzsche*, in: *Zetzsche*, AIFMD, S. 39 (67); *Boxberger*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 44 KAGB Rn. 1.

<sup>1157</sup> Erwägungsgrund Nr. 17 AIFM-RL, Abl. L 174 v. 01.07.2011, S. 3; *Bußalb/Unzicker*, BKR 2012, 309 (312); *Koch*, in: *Möllers/Kloyer*, KAGB Tagungsband, S. 111 (125 Rn. 302).

<sup>1158</sup> Erwägungsgrund Nr. 17 AIFM-RL, Abl. L 174 v. 01.07.2011, S. 3.

<sup>1159</sup> *Wollenhaupt/Beck*, DB 2013, 1950 (1956).

<sup>1160</sup> Ausstrahlungswirkung haben die Regelungen des Kapitalanlagegesetzbuch jedoch z.T. trotzdem, insbesondere was die gesellschaftsrechtlichen Regelungen betrifft, näheres *Zetzsche*, AG 2013, 613 (628 f.).

<sup>1161</sup> Das verringerte Aufsichtsregime ist als Sonderkonstellation zudem Verwaltern eröffnet, die Publikums-AIF in der Rechtsform der Genossenschaft verwalten, §§ 2 Abs. 4b, 44 Abs. 2, 1 Nr. 1 KAGB. Derartige AIF sollen jedoch aufgrund der geringen Relevanz außen vor gelassen werden, zumal die nachfolgenden Ausführungen zu Publikums-AIF, die die Voraussetzungen gemäß § 2 Abs. 4a KAGB erfüllen, entsprechende Geltung in Anspruch nehmen können. Die Regelung in § 2 Abs. 4b KAGB trifft zudem keine Aussage darüber, ob Genossenschaften überhaupt als Investmentvermögen anzusehen sind, Beschlussempfehlung Finanzausschuss KAGB, BT-Drs. 17/13395 v. 10.05.2013, S. 648. Dies hängt allein von der Erfüllung der Tatbestandsmerkmale des Investmentvermögens i.S.d. § 1 Abs. 1 KAGB ab und kann je nach Ausgestaltung unterschiedlich zu beurteilen sein. Zur Anwendung des Kapitalanlagegesetzbuchs auf Genossenschaften auch BaFin, Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des „Investmentvermögens“ v. 14.06.2013, zuletzt geändert am 10.12.2014, II. 3.

<sup>1162</sup> *Boxberger*, GWR 2013, 415 (417).

<sup>1163</sup> Sofern sie jeweils nicht beschlossen haben, sich dem Kapitalanlagegesetzbuch in seiner Gesamtheit zu unterwerfen, sog. Opt-in, *Boxberger*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 44 KAGB Rn. 22.

- Kapitalverwaltungsgesellschaften, die ausschließlich Spezial-AIF verwalten und deren verwaltetes Vermögen einschließlich der Nutzung von Leverage 100 Mio. EUR oder – ohne den Einsatz von Leverage – 500 Mio. EUR nicht überschreiten, sofern die Anleger innerhalb von fünf Jahren keine Rücknahmerechte ausüben können<sup>1164</sup>;
- interne Kapitalverwaltungsgesellschaften, wenn die Vermögensgegenstände des von ihr verwalteten inländischen geschlossenen Publikums-AIF einschließlich des Einsatzes von Leverage den Wert von 5 Mio. EUR nicht überschreiten und die Anteile des von ihr verwalteten inländischen geschlossenen Publikums-AIF von nicht mehr als fünf Personen gehalten werden<sup>1165</sup>;
- Kapitalverwaltungsgesellschaften, die ausschließlich inländische geschlossene AIF verwalten, bei denen es sich nicht ausschließlich um Spezial-AIF handelt und deren – einschließlich der durch den Einsatz von Leverage erworbenen – verwaltete Vermögensgegenstände den Wert von 100 Mio. EUR nicht überschreiten<sup>1166</sup>.

In den ersten beiden Fällen (§ 2 Abs. 4 und 4a KAGB) ist das Kapitalanlagegesetzbuch nur in Bezug auf die allgemeinen Bestimmungen für Investmentvermögen und Verwaltungsgesellschaften sowie die Ermächtigung der BaFin zur Gefahrenabwendung und die Registrierungs- und Berichtspflichten gegenüber der BaFin anwendbar (§§ 1 bis 17, 42 und 44 Abs. 1, 4 bis 7 KAGB). Im Falle des § 2 Abs. 5 KAGB gelten auch weitere Bestimmungen des Kapitalanlagegesetzbuchs, insbesondere die Vorschriften für die Verwahrstellen (§§ 80 bis 90 KAGB) sowie die Pflicht zur Erstellung von Anlagebedingungen und eines Verkaufsprospekts (§§ 261 bis 270, 271 Abs. 1 und 4, 272 KAGB) sowie die Regeln zum Vertriebsanzeigeverfahren (§§ 293, 295 bis 297, 300 bis 306, 314 und 316 KAGB)<sup>1167</sup>. In Folge des verringerten Aufsichtsregimes haben die Verwalter dieser „kleinen“ AIF im Rahmen der Registrierung kaum Informationen gegenüber der BaFin beizubringen.

### 1. Angabe über die Anlagestrategien der verwalteten AIF

Gemäß § 44 Abs. 1 Nr. 3 KAGB haben die AIFM der BaFin Informationen zu den Anlagestrategien der von ihnen verwalteten AIF vorzulegen<sup>1168</sup>. Hinsichtlich der näheren Bestimmungen zu den Pflichten zur Registrierung, Vorlage von Informationen und zur Mitteilungspflicht gegenüber den zuständigen Behörden wird (über § 44 Abs. 7 KAGB) auf die VO (EU) Nr. 231/2013 Bezug genommen<sup>1169</sup>. Art. 5 Abs. 2

---

<sup>1164</sup> § 2 Abs. 4 KAGB i.V.m. § 44 Abs. 1 Nr. 1 KAGB.

<sup>1165</sup> § 2 Abs. 4a KAGB i.V.m. § 44 Abs. 1 Nr. 1 KAGB.

<sup>1166</sup> § 2 Abs. 5 KAGB i.V.m. § 44 Abs. 1 Nr. 1 KAGB.

<sup>1167</sup> *Nelle/Klebeck*, BB 2013, 2499 (2502 ff.); *Boxberger*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 44 KAGB Rn. 18.

<sup>1168</sup> § 44 Abs. 1 Nr. 3 KAGB setzt Art. 3 Abs. 3 Unterabs. 1 lit. c AIFM-RL um, *RegBegr. AIFM-UmsG*, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 223; *Nelle/Klebeck*, BB 2013, 2499 (2502).

<sup>1169</sup> *Boxberger*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 44 KAGB Rn. 22.

litt. a und b VO (EU) Nr. 231/2013 konkretisiert die Anforderungen an die Beschreibung der Anlagestrategie<sup>1170</sup>. Zu den Mindestangaben gehören die wichtigsten Vermögenswertkategorien, in die der AIF investieren darf, und alle industriellen, geografischen oder sonstigen Marktsektoren oder speziellen Vermögenswertgattungen, die im Mittelpunkt der Anlagestrategie stehen<sup>1171</sup>. Die Darstellung kann anhand relativ offen gehaltener Kriterien erfolgen. Es muss nicht angegeben werden, in welche Investitionsobjekte konkret investiert wird, sondern nur, in welche Kategorien investiert werden *darf*. Auch die weitere Eingrenzung der Investitionskriterien ist nicht umfassend vorzunehmen, sondern nur partiell in Bezug auf den Fokus der Anlagestrategie.

**a) Die Verwaltung von „kleinen“ Spezial-AIF und Publikums-AIF nach § 2 Abs. 4 und 5 KAGB**

Die relativ allgemein gehaltene, inhaltliche Ausfüllung der Anlagestrategie bei der Registrierung entspricht den inhaltlichen Anforderungen, die im Rahmen anderer Angabepflichten bei geschlossenen Spezial-AIF zu erfüllen sind<sup>1172</sup>. Daher ist es angemessen, diesen Maßstab auch bei der Darstellung der Anlagestrategie „kleiner“ geschlossener Spezial-AIF, deren verwaltete Vermögensgegenstände 100 Mio. EUR bzw. – ohne den Einsatz von Leverage und unter Ausschluss von Rückgaberechten für fünf Jahre – 500 Mio. EUR nicht überschreiten und deren Verwalter gemäß § 2 Abs. 4 KAGB einem verringerten Aufsichtsregime unterliegen, anzuwenden.

Auch in Bezug auf eine Kapitalverwaltungsgesellschaft, die inländische geschlossene AIF, bei denen es sich nicht ausschließlich um Spezial-AIF handelt, und deren verwaltete Vermögensgegenstände einschließlich Leverage den Wert von 100 Mio. EUR nicht überschreiten, verwaltet (§ 2 Abs. 5 KAGB), erscheint eine allgemein gehaltene Darstellung der Anlagestrategie dieser AIF aus den gleichen Gründen wie oben dargestellt<sup>1173</sup> als angemessen. Auf diese AIF sind zumindest vor allem die Produktinformationsvorschriften des Kapitalanlagegesetzbuchs trotz weiter Ausnahmen in der Anwendung des Kapitalanlagegesetzbuchs anwendbar (so z.B. die Regelungen zum Verkaufsprospekt, den wesentlichen Anlegerinformationen und den Anlagebedingungen, § 2 Abs. 5 S. 1 Nrn. 5 und 6 KAGB<sup>1174</sup>)<sup>1175</sup>. Diese unterliegen entsprechend ebenfalls im Rahmen der Vertriebsanzeige und der Genehmigungsprüfung einer inhaltlichen Überprüfung durch die BaFin<sup>1176</sup>. Eine Überprüfung, ob Black Blind Pools tatsächlich nicht als Publikums-AIF vertrieben werden, kann in ausreichendem Maße im Rahmen des (zeitlich später erfolgenden) Vertriebsanzeigeverfahrens vorgenommen werden. Solange es nur um die Verwaltung eines Blind Pools geht, kommt mit diesem zunächst noch kein schützenswertes Anlegerpublikum in Kontakt.

---

<sup>1170</sup> *Boxberger*, in: Weitnauer/Boxberger/Anders, KAGB, § 44 KAGB Rn. 24.

<sup>1171</sup> *Jesch/Klebeck/Bragrock*, in: Jesch/Klebeck/ Dobrauz-Saldapenna, Investmentrecht, S. 36 f. Rn. 143.

<sup>1172</sup> Es wird auf die Ausführungen zur Darstellung der Anlagestrategie von Spezial-AIF im Rahmen des Erlaubnisanspruchs verwiesen, 4. Teil Cl2a).

<sup>1173</sup> Siehe 4. Teil Cl2b).

<sup>1174</sup> *Nelle/Klebeck*, BB 2013, 2499 (2504); *Boxberger*, GWR 2013, 415 (417).

<sup>1175</sup> *Boxberger*, in: Weitnauer/Boxberger/Anders, KAGB, § 44 KAGB Rn. 18.

<sup>1176</sup> § 2 Abs. 5 S. 1 Nr. 6 KAGB i.V.m. § 316 KAGB sowie § 2 Abs. 5 S. 1 Nr. 5 KAGB i.V.m. § 267 KAGB.

## b) Die Verwaltung von „kleinen“ internen Publikums-AIF nach § 2 Abs. 4a KAGB

Eine Überprüfung der Unterlagen, mit denen an potentielle Anleger herangetreten wird, erfolgt allerdings nicht bei AIF, deren Kapitalverwaltungsgesellschaften gemäß § 2 Abs. 4a KAGB einem verringerten Aufsichtsregime unterliegen. Interne Kapitalverwaltungsgesellschaften, die Publikums-AIF verwalten möchten, deren verwaltetes Vermögen einschließlich des Einsatzes von Leverage den Wert von 5 Mio. EUR nicht überschreitet und deren Anteile von nicht mehr als fünf natürlichen Personen gehalten werden, unterliegen neben der Registrierungspflicht nur den allgemeinen Vorschriften für Investmentvermögen und Verwaltungsgesellschaften (§§ 1 bis 17, 42 und 44 Abs. 1, 4 bis 7 KAGB). Die produkt- und vertriebsbezogenen Vorschriften des Kapitalanlagegesetzbuchs sind auf diese AIF – anders als bei unter § 2 Abs. 5 KAGB fallenden Publikums-AIF – nicht anwendbar<sup>1177</sup>.

Hinter der Befreiung von sämtlichen produkt- und vertriebsbezogenen Vorschriften steht bei der Ausnahme gemäß § 2 Abs. 4a KAGB die Vermutung, dass die geringe Anzahl an Anlegern sich sowohl untereinander als auch den Fondsverwalter kennt und einschätzen kann, welche Strategien und Risiken mit der beabsichtigten Investition verbunden und gewollt sind<sup>1178</sup>. Diese Anleger seien in der Lage, sich entsprechend zu informieren und eine qualifizierte Anlegerentscheidung zu treffen<sup>1179</sup>. Aus Gründen der Verhältnismäßigkeit, da Kosten und Aufwand zur Einhaltung der Anforderungen des § 2 Abs. 5 KAGB im Verhältnis zur Investitionssumme relativ hoch seien, müssten besondere anlegerschützende Vorschriften nicht gesondert geregelt werden<sup>1180</sup>. § 2 Abs. 4 KAGB übernehme den in § 2 Nr. 3 lit. a VermAnlG enthaltenen Grundgedanken<sup>1181</sup>. Danach besteht unter ähnlichen Voraussetzungen eine Ausnahme von der Prospektpflicht, weil ein besonderes Schutzbedürfnis nicht gegeben erscheint<sup>1182</sup>. Abgesehen von Erwägungen zur Verhältnismäßigkeit sind die angeführten Gründe, wegen der bei Publikums-AIF, an denen maximal fünf Anleger beteiligt sind, keine anlegerschützenden Vorschriften anwendbar sein sollen, jedoch nicht überzeugend. Selbst unter der (bei weitem nicht zwingenden) Annahme, dass sich der geringe Anlegerkreis und das Fondsmanagement untereinander kennen, steht dies nicht in Korrelation zu der Fähigkeit von Privatanlegern, den angebotenen AIF einschätzen und eine qualifizierte Anlageentscheidung treffen zu können. Notwendig hierfür ist vor allem die Angabe über die Anlageobjekte, mit denen der AIF plant, zu wirtschaften. Der Vergleich zur Vorgängernorm des Vermögensanlagegesetzes, dem vermeintlich das Argument entspringt, dass eine geringe Zahl von Anlegern in der Lage sei, sich entsprechend zu informieren und eine qualifizierte Anlegerentscheidung

---

<sup>1177</sup> Vgl. *Boxberger*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 44 KAGB Rn. 17 f.

<sup>1178</sup> *Beschlussempfehlung Finanzausschuss KAGB*, BT-Drs. 17/13395 v. 10.05.2013, S. 648.

<sup>1179</sup> *Beschlussempfehlung Finanzausschuss KAGB*, BT-Drs. 17/13395 v. 10.05.2013, S. 648.

<sup>1180</sup> *Beschlussempfehlung Finanzausschuss KAGB*, BT-Drs. 17/13395 v. 10.05.2013, S. 648.

<sup>1181</sup> *Beschlussempfehlung Finanzausschuss KAGB*, BT-Drs. 17/13395 v. 10.05.2013, S. 648.

<sup>1182</sup> Gemäß § 2 Nr. 3 lit. a VermAnlG, der die Ausnahmeregelung des aufgehobenen § 8f Abs. 2 VerkProspG übernommen hat, sind Angebote, bei denen von derselben Vermögensanlage nicht mehr als 20 Anteile angeboten werden, von den Anforderungen des Vermögensanlagegesetzes, insbesondere der Prospektpflicht, ausgenommen, *RegBegr. FinAnlV- und VermAnlG*, BT-Drs. 17/6051 v. 06.06.2011, S. 32; *RegBegr. AnSVG*, BT-Drs. 15/3174 v. 24.05.2004, S. 42.

zu treffen, hinkt zudem. Denn eine derartige Argumentation bezieht sich nicht auf eine geringe Anlegerzahl, sondern ist an eine hohe Mindestbeteiligungssumme geknüpft<sup>1183</sup>. Bei den AIF, um deren Verwaltung es in § 2 Abs. 4a KAGB geht, handelt es sich zudem um geschlossene *Publikums*-AIF. Wie bei allen anderen geschlossenen *Publikums*-AIF ist auch hier der Grundgedanke, dass reine bzw. Black Blind Pools verhindert werden sollen, zu beachten<sup>1184</sup>. Wegen der regelmäßig langfristigen Bindung in geschlossene AIF sollen sich die Fondsmanager bereits festlegen, in welche Vermögensgegenstände der Fonds tatsächlich investieren wird<sup>1185</sup>. Die BaFin hat aber in diesem Fall (mangels Anwendbarkeit der meisten Vorschriften des Kapitalanlagegesetzbuchs) keine Möglichkeit im Rahmen einer Vertriebsanzeige zu überprüfen, ob tatsächlich keine Black Blind Pools an Privat- bzw. Kleinanleger vertrieben werden. Bei diesem Anlegerkreis ist aber kein verringertes Schutzbedürfnis gegenüber sonstigen Privatanlegern, hinsichtlich derer sämtliche Produktinformationsvorschriften anwendbar sind (sei es über eine vollständige Anwendung des Kapitalanlagegesetzbuchs oder im Rahmen von § 2 Abs. 5 KAGB), zu erkennen<sup>1186</sup>. Mangels Information durch beispielsweise einen Prospekt<sup>1187</sup> sind diese Anleger sogar grundsätzlich schutzwürdiger. Wenn aus Gründen der Verhältnismäßigkeit eine gesetzgeberische Entscheidung dahingehend erfolgt ist, die anlegerschützenden Informationspflichten unanwendbar zu lassen, könnte dem hier ebenfalls bestehenden Schutzbedürfnis der potentiellen Anleger aber zumindest dadurch Ausdruck verliehen werden, dass im Rahmen der Darstellung der Anlagestrategie eine Beschreibung der tatsächlichen Vermögensgegenstände erfolgt. So würde diesen Anlegern wenigstens eine Beurteilungsgrundlage eröffnet, anhand derer sie sich eine bessere Vorstellung von dem AIF machen könnten. Zudem könnte so eine Überprüfung des eindeutig geäußerten Willens des Gesetzgebers, Black Blind Pools bei *Publikums*-AIF einem Produktverbot zu unterlegen, im Rahmen der Registrierung erfolgen<sup>1188</sup>.

---

<sup>1183</sup> Mindestens 200.000 EUR je Anleger sowohl gemäß § 8f Abs. 2 Nr. 3 3. Var. VerkProspG als auch gemäß § 2 Nr. 3 lit. c VermAnlG; „...aufgrund der Größe der Anlage unterstellt werden kann, dass die Erwerber selbst in der Lage sind, sich entsprechend zu informieren und eine qualifizierte Anlageentscheidung zu treffen.“, RegBegr. AnSVG, BT-Drs. 15/3174 v. 24.05.2004, S. 42.

<sup>1184</sup> § 2 Abs. 4a KAGB ist erst am Ende des Gesetzgebungsverfahrens eingefügt worden, Beschlussempfehlung Finanzausschuss KAGB, BT-Drs. 17/13395 v. 10.05.2013, S. 648. Der Gedanke, dass reine Blind Pools allgemein verhindert werden sollen, wurde also nicht unter Berücksichtigung einer derartigen Ausnahmeregelung geäußert. Es ist sehr fraglich, ob die Ausnahme im Bewusstsein des gesetzgeberisch geäußerten Gedankens, reine Blind Pools im Bereich geschlossener *Publikums*-AIF verhindern zu wollen, aufgenommen worden ist.

<sup>1185</sup> RegBegr. AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294 v. 06.02.2013, S. 272.

<sup>1186</sup> Kleine Fonds bergen die gleichen Gefahren für Kleinanleger wie volumenmäßig große Fonds, *Möllers/Hailer*, ZBB 2012, 178 (191).

<sup>1187</sup> Eine Prospektspflicht nach dem Kapitalanlagegesetzbuch entfällt aufgrund von § 2 Abs. 4a KAGB, eine (im Falle der Auflegung des geschlossenen Fonds als Investmentaktiengesellschaft) in Betracht kommende Prospektspflicht nach dem Wertpapierprospektgesetz wegen des einschlägigen Ausnahmetatbestands des § 3 Abs. 2 S. 1 Nr. 2 WpPG.

<sup>1188</sup> Ähnliches gilt auch für die Verwaltung „kleiner“ *Publikums*-AIF, die in der Rechtsform der Genossenschaft aufgelegt sind. Auf diese finden weite Teile des Kapitalanlagegesetzbuchs keine Anwendung, weil durch das kumulative Vorliegen der in § 2 Abs. 4b S. 1 Nrn. 1 bis 3 KAGB genannten Voraussetzungen bereits ein hinreichender Anlegerschutz gewahrt sein soll, Beschlussempfehlung Finanzausschuss KAGB, BT-Drs. 17/13395 v. 10.05.2013, S. 648. Die Information über das Investitionsobjekt verliert jedoch nicht dadurch an Bedeutung für die Anlageentscheidung der potentiellen Anleger, dass für sie gesellschaftsrechtlich eine Nachschusspflicht ausgeschlossen und der AIF verpflichtend einem Prüfungsverband angeschlossen ist und Pflichtprüfungen nach dem Genossenschaftsgesetz unterliegt, ebenso wenig, nur weil ein Mindestertrag aus der Nutzung des Sachwerts, in den der AIF investiert, langfristig sichergestellt ist. § 2 Abs. 4b KAGB ist wie § 2 Abs. 4a KAGB erst am Ende des

Bei der Beschreibung der Anlagestrategie im Rahmen der Registrierung von Fondsmanagern „kleiner“ Publikums-AIF (§§ 2 Abs. 4a KAGB) sollte daher eine hinreichend bestimmte Darstellung der Vermögensgegenstände, in die der AIF investieren wird, vorgenommen werden<sup>1189</sup>, damit sich auch die Anleger derartiger „kleiner“ AIF eine Vorstellung davon machen, womit der AIF wirtschaften soll. Das zum Schutze von Privat- und Kleinanlegern aufgestellte Ziel der Verhinderung von Black Blind Pools kann mangels Vertriebsanzeigeverfahren nur im Rahmen der Registrierung der Kapitalverwaltungsgesellschaften, die derartige AIF verwalten möchten, überprüft und durchgesetzt werden. Neben den Aspekt, dass eine Registrierung systematische Risiken, die durch das Zusammenwirken kleinerer AIF entstehen können, im Fokus hat, würde so daneben ein anlegerschützender Aspekt treten, um der produktrechtliche Wertung des nationalen Gesetzgeber bei Black Blind Pools Ausdruck zu verleihen.

## **2. Angaben zur Beurteilung der fachlichen Eignung der Geschäftsleiter**

Gemäß § 44 Abs. 3 Nr. 3 KAGB haben Verwalter, die ausschließlich inländische geschlossene AIF verwalten, bei denen es sich nicht ausschließlich um Spezial-AIF handelt und deren verwaltetes Vermögen einschließlich des Einsatzes von Leverage 100 Mio. EUR nicht übersteigt, (§ 2 Abs. 5 KAGB) mit dem Antrag auf Registrierung Informationen zur Beurteilung der Zuverlässigkeit und fachlichen Eignung der Geschäftsleiter vorzulegen. Diesbezüglich wird auf die Ausführungen zu den Angaben zur Beurteilung der fachlichen Eignung der Geschäftsleiter im Rahmen des Erlaubnisanspruchs der Kapitalverwaltungsgesellschaft gemäß § 22 Abs. 1 Nr. 4 KAGB verwiesen<sup>1190</sup>.

## **3. Rechtsfolge**

Wenn auch die sonstigen Voraussetzungen der Registrierung erfüllt sind, bestätigt die BaFin gemäß § 44 Abs. 4 S. 1 KAGB der Kapitalverwaltungsgesellschaft die Registrierung innerhalb einer Frist von zwei Wochen nach Eingang des vollständigen Antrags. Werden nicht alle zum Zeitpunkt der Registrierung erforderlichen Informationen gemäß § 44 Abs. 1 bis 3 und 7 KAGB vorgelegt (§ 44 Abs. 4 S. 4 Nr. 2 KAGB) oder liegen Tatsachen vor, aus denen sich ergibt, dass die Geschäftsleiter der Verwaltungsgesellschaft nicht die fachliche Eignung besitzen (§ 44 Abs. 4 S. 4 Nr. 6 2. Alt. KAGB), so versagt die BaFin die Registrierung. Zu den erforderlichen Informationen gehören die Informationen zu den Anlagestrategien der von der Kapitalverwaltungsgesellschaft, die die Registrierung beantragt, verwalteten AIF. Sofern die nach der hier vertretenen Auffassung im Hinblick auf „kleine“ Publikums-AIF nach §§ 2 Abs. 4a und 5 KAGB erforderliche Festlegung der Investitionsobjekte des AIF nicht vorgenommen werden sollte, würde dies zu einer Versagung der Registrierung führen.

---

Gesetzgebungsverfahren eingefügt worden, Beschlussempfehlung Finanzausschuss KAGB, BT-Drs. 17/13395 v. 10.05.2013, S. 648.

<sup>1189</sup> Eine Einengung der Anforderungen für Publikums-AIF gemäß Art. 43 Abs. 1 Unterabs. 2 S. 1 AIFM-RL gestattet. Selbst für Spezial-AIF ist den Mitgliedstaaten über Art. 3 Abs. 3 Unterabs. 2 AIFM-RL freigestellt, für nur registrierungspflichtige Spezial-AIF strengere Regelungen vorzusehen, *Bußalb/Unzicker*, BKR 2012, 309 (312).

<sup>1190</sup> 4. Teil CI1. Das Erfordernis fachlicher Eignung und Zuverlässigkeit ist an § 22 KAGB angelehnt, *Boxberger*, in: *Weitnauer/Boxberger/Anders*, KAGB, § 44 KAGB Rn. 29.

### III. Exkursfortführung: Registrierungspflichtige Verwalter qualifizierter Risikokapitalfonds

Die Registrierung von Verwaltern qualifizierter Risikokapitalfonds erfolgt gemäß Art. 14 EuVECA-VO bei der zuständigen Behörde des Herkunftsmitgliedstaats<sup>1191</sup>, sofern einschlägig gemäß § 337 Abs. 1 Nr. 1 KAGB i.V.m. § 44 Abs. 1 Nr. 1 KAGB bei der BaFin<sup>1192</sup>. Sofern hiernach eine Registrierung erfolgt ist<sup>1193</sup>, sieht § 337 Abs. 1 Nr. 1 KAGB die Anwendung weiterer Normen im Rahmen des Registrierungsprozesses vor, die aber nur formale Aspekte (z.B. Mitteilungspflichten), nicht die inhaltlichen Anforderungen an die Registrierung betreffen. Im Rahmen der Registrierung als Verwalter eines qualifizierten Risikokapitalfonds, der für den Vertrieb seiner qualifizierten Risikokapitalfonds die Bezeichnung „EuVECA“ verwenden möchte, müssen die Verwalter diverse Informationen vorlegen und Bedingungen erfüllen, Art. 14 Abs. 1 und 2 EuVECA-VO. Die Registrierung gilt sodann für das gesamte Gebiet der Union, Art. 14 Abs. 3 EuVECA-VO<sup>1194</sup>.

Gemäß Art. 14 Abs. 1 lit. b EuVECA-VO müssen die Fondsmanager Informationen über die Identität der qualifizierten Risikokapitalfonds, deren Anteile vertrieben werden sollen, und ihre Anlagestrategien vorlegen<sup>1195</sup>. Bezüglich der Informationen, die gegenüber dem potentiellen Anlegerkreis von professionellen und semiprofessionellen Anlegern vor deren Anlageentscheidung gemäß Art. 13 Abs. 1 lit. c EuVECA-VO im Rahmen der Anlagestrategie erteilt werden müssen, stellt die Risikokapitalverordnung das Erfordernis eines erhöhten Konkretisierungsgrad auf<sup>1196</sup>. Zur Sicherstellung einer wirksamen Überwachung der festgelegten einheitlichen Anforderungen der Verordnung soll die zuständige Behörde die Einhaltung der Anforderungen überwachen<sup>1197</sup>. Zu diesem Zweck soll der Aufsichtsbehörde die Absicht mitgeteilt und die Registrierung für eine entsprechende Verwaltung beantragt werden<sup>1198</sup>. Im Rahmen der Registrierung werden die Anforderungen der Verordnung also überprüft<sup>1199</sup>. Eine weitere Überprüfung im Rahmen einer Vertriebsgenehmigung erfolgt nicht<sup>1200</sup>. Die Darstellung der Anlagestrategie der qualifizierten Risikokapitalfonds im Rahmen der Registrierung hat daher den Anforderungen, die an die inhaltliche Ausfüllung der Anlagestrategie im Rahmen der Darstellung der Informationen, die gegenüber den potentiellen Anlegern zu erteilen sind, gestellt werden, zu entsprechen.

Gemäß Art. 14 Abs. 2 lit. a EuVECA-VO muss zudem sichergestellt sein, dass die Personen, die die Geschäfte zur Verwaltung eines qualifizierten Risikokapitalfonds tatsächlich führen, über ausreichende

---

<sup>1191</sup> *Jesch/Aldinger*, RdF 2012, 217 (222); vgl. *Volhard/Kruschke*, EWS 2012, 21 (25).

<sup>1192</sup> *Boxberger*, *VentureCapital Magazin* 7-8/2013, 42 (42); vgl. *Boxberger*, GWR 2013, 415 (416).

<sup>1193</sup> § 337 Abs. 1 KAGB i.V.m. § 2 Abs. 6 S. 1 Nr. 1 KAGB.

<sup>1194</sup> KomVorsch. EuVECA-VO, KOM(2011) 860 endg. v. 07.12.2011, S. 9.

<sup>1195</sup> Vgl. (noch zum Verordnungsentwurf) *Volhard/Kruschke*, EWS 2012, 21 (25).

<sup>1196</sup> Siehe oben 4. Teil BII2b).

<sup>1197</sup> Erwägungsgrund Nr. 32 EuVECA-VO, ABI. L 115 v. 25.04.2013, S. 5.

<sup>1198</sup> Erwägungsgrund Nr. 32 EuVECA-VO, ABI. L 115 v. 25.04.2013, S. 5.

<sup>1199</sup> Die Registrierung erfolgt, wenn alle erforderlichen Informationen vorliegen und angemessene Vorkehrungen zur Einhaltung der Anforderungen getroffen wurden, Erwägungsgrund Nr. 32 EuVECA-VO, ABI. L 115 v. 25.04.2013, S. 5; *Jesch/Aldinger*, RdF 2012, 217 (222).

<sup>1200</sup> Art. 14 Abs. 2 EuVECA-VO.

Erfahrung auch in Bezug auf die vom Verwalter eines qualifizierten Risikokapitalfonds verfolgten Anlagestrategien verfügen<sup>1201</sup>. Aufgrund der erforderlichen, vorzunehmenden Konkretisierung der Anlagestrategien und der Beschreibung der avisierten Zielunternehmen ist das Risiko, dass wegen einer zu breiten Investitionsausrichtung die gebotene Erfahrung zweifelhaft ist, geringer. So dürfte eine Darlegung der ausreichenden Qualifikation regelmäßig nicht problematisch sein.

---

<sup>1201</sup> Vgl. (noch zum Entwurf der Verordnung) *Volhard/Kruschke*, EWS 2012, 21 (25).

## 5. Teil      Ergebnis

### A. Zusammenfassung der wesentlichen Erkenntnisse

#### I. Erscheinungsformen von Blind Pools

1. Bei sämtlichen Blind Pools steht das Anlageobjekt zum Zeitpunkt, zu dem das Kapital der Anleger eingesammelt wird, noch nicht final fest.
2. Bei Regulären Blind Pools ist das Ermessen des Fondsmanagements im Hinblick auf die Auswahl der Investitionsobjekte, in die der AIF investieren soll, nicht uneingeschränkt: Es sind bestimmte Investitionskriterien festgelegt, anhand derer die Auswahl zu erfolgen hat. Dabei sind diese Kriterien bereits derart hinreichend konkret festgelegt, dass eine Eingrenzung der potentiellen Investitionsobjekte ermöglicht wird und sich diese anhand konkreter Charakteristika von anderen unterscheiden lassen, sodass eine Bewertung des Fonds möglich ist.
3. Die Fondsverwaltung von Black Blind Pools unterliegt im Hinblick auf die Auswahl potentieller Investitionsobjekte hingegen keiner Einschränkung. Dies kann einerseits durch eine völlig fehlende Eingrenzung der Kriterien, anhand derer mögliche Investitionsobjekte ausgewählt werden, erfolgen oder dadurch, dass zwar Kriterien genannt sind, diese im Ergebnis aber nicht tauglich für eine Eingrenzung und konkrete Bestimmung möglicher Investitionsobjekte zur Einschätzung des Fonds sind. Das Risiko der Investition in Black Blind Pools ist insofern hoch, als dass die Auswahl der Investitionsobjekte nicht anhand einer vorher festgelegten Bindung der Fondsverwaltung überprüft werden kann; die Investoren geben sich hinsichtlich der Investitionsentscheidung vollständig in die Hände des Fondsmanagements.

#### II. Verkaufsprospektgesetz

**Die Vertriebsregulierung des Verkaufsprospektgesetzes führte dazu, dass Blind Pools grundsätzlich nicht über ein öffentliches Angebot an Privatanleger vertrieben werden konnten.**

1. Bei geschlossenen Fonds ist das Anlageobjekt, in das der Fonds investiert, für den durchschnittlichen Privatanleger das wesentlichste Kriterium bei seiner Investitionsentscheidung. An dem Anlageobjekt hängen diverse weitere Informationen, die ohne ein konkretes Bezugsobjekt nicht mit einem inhaltlichen Mehrwert erteilt werden können. Ohne diese Angaben ist für den Anleger nicht verständlich, wozu sein investiertes Kapital fließen und womit der Fonds wirtschaften soll.

2. Das Verkaufsprospektgesetz setzte bei einer reinen Vertriebsregulierung an. Gesetzlich wurden nur Vorgaben zu den Verkaufsunterlagen (dem Verkaufsprospekt) getätigt, jedoch keinerlei Vorgaben an die Auflegung des Fonds, die Fondstrukturierung oder die spätere Betreuung des Fonds.
3. Fehlen Informationen zum Anlageobjekt und können auch weitere Angaben nicht mit einem aussagekräftigen Inhalt erteilt werden, bildet der Verkaufsprospekt keine umfassende Grundlage zur Beurteilung der angebotenen Vermögensanlage. Ein solcher Verkaufsprospekt war nach dem Verkaufsprospektgesetz in Verbindung mit der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung unvollständig und seine Veröffentlichung dadurch nicht gestattungsfähig.
4. Der in der Praxis entwickelte Ansatz zum Umgang mit Blind Pools ignorierte die gesetzliche Konzeption. Dabei griff vor allem das Argument, dass eine konsequente Anwendung des Gesetzes eine Unterbindung von Fondsstrukturen zur Folge hätte, nicht durch: Blind Pools als Fondsstruktursegment hatten immer Bestand. Dies verdeutlichen zwei wesentliche Bereiche, in denen Blind Pools problemlos vertrieben werden konnten: Im Wege eines öffentlichen Angebots konnten Blind Pools an Anleger mit besonderen Kapitalmarktkenntnissen und Erfahrungen vertrieben werden. Durchschnittliche Privatanleger konnten Blind Pools über eine Privatplatzierung erwerben.
5. Die Differenzierung zwischen diesen zwei Anlegergruppen verlieh dem Gedanken des Anlegerschutzes, der seit der Einführung der Regulierung der geschlossenen Fondsbranche im Jahre 2005 auch in diesem Bereich immer stärker verfolgt wird, Ausdruck. Ein besonderes Schutzbedürfnis besteht für die Gruppe durchschnittlicher Anleger. Für diese bedarf es eines konkreten Bezugsobjekts, damit sie sich von dem geschlossenen Fonds ein Bild machen können. Für die Anlegergruppe, die über besondere Kenntnisse und Möglichkeiten hinsichtlich der Informations-erlangung verfügen, ist hingegen kein gesonderter Schutz erforderlich.

### **III. Vermögensanlagengesetz**

1. Die Regelungen des Vermögensanlagengesetzes erlangten insgesamt aufgrund der nur kurzen Geltungsdauer für geschlossene Fonds keine große Bedeutung. Das Vermögensanlagengesetz brachte gesteigerte Transparenzpflichten im Hinblick auf die Prospekterstellung mit sich. Es blieb aber wie nach dem Verkaufsprospektgesetz bei einer reinen Vertriebsregulierung.
2. Im Hinblick auf Blind Pools brachten die Anforderungen nach dem Vermögensanlagengesetz keine Veränderungen gegenüber denen des Verkaufsprospektgesetzes. Nach der gesetzlichen Konzeption waren Verkaufsprospekte nicht billigungsfähig, sodass das Einwerben von Kapital über ein öffentliches Angebot weiterhin nicht hätte erfolgen dürfen. Die Kapitaleinwerbung hätte weiterhin auf die Fälle, in denen die Anforderungen an die Verkaufsdokumentation aufgrund

entsprechender Ausnahmeregelungen nicht hätten erfüllt werden müssen, beschränkt bleiben müssen.

#### IV. Kapitalanlagegesetzbuch

**Sämtliche Gestaltungsarten von Blind Pools unterfallen dem Anwendungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuchs.**

1. Dies gilt auch für Black Blind Pools. Die für die Annahme eines Investmentvermögens erforderliche Anlagestrategie ist weit zu interpretieren. Die Strategie von Blind Pools liegt zumindest darin, dass keine eingrenzenden Vorgaben in Bezug auf das Investitionsobjekt gemacht werden und das Fondsmanagement keinen Beschränkungen bei der Auswahl der Vermögensgegenstände unterliegt.
2. Das Vermögensanlagegesetz steht für geschlossene Publikums-AIF, die als Black Blind Pools konzipiert sind, nicht als Umgehungsmöglichkeit des Kapitalanlagegesetzbuchs zur Verfügung.

**Nach der Produktregulierung des Kapitalanlagegesetzbuchs können geschlossene Publikums-AIF nicht als Black Blind Pools aufgelegt werden.**

1. Das Konzept des Gesetzgebers zum Kapitalanlagegesetzbuch sieht vor, dass bei geschlossenen Publikums-AIF durch das Fondsmanagement vor der Vertriebsphase eine Festlegung der Vermögensgegenstände, die für den AIF erworben werden, erfolgt.
2. Dies gilt für den Vertrieb jeglicher Art von geschlossenen Publikums-AIF an Privatanleger im Inland: Sowohl inländische geschlossene Publikums-AIF als auch EU-AIF und ausländische AIF können (im Geltungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuchs) nicht als Black Blind Pools aufgelegt werden.
3. Die Festlegung der Vermögensgegenstände muss dabei nicht zwingend durch die Benennung der konkreten Anlageobjekte erfolgen. Es ist ausreichend, wenn die Vermögensgegenstände hinreichend bestimmt eingegrenzt werden. Dies kann dadurch erfolgen, dass die Investitionskriterien, anhand derer die Auswahl der konkreten Anlageobjekte vorzunehmen ist, so konkret bestimmt werden, dass eine Filterung eines hinreichend bestimmten Objektpools möglich ist, der sich von anderen seiner Art unterscheidet. Anhand der charakteristischen Merkmale der konkreten Assets, die in den Objektpool gefiltert werden, kann dem Anleger eine umfassende Grundlage für die Beurteilung der angebotenen Vermögensanlage geboten werden.
4. Der Gesetzgeber ermöglicht damit einen gewissen Grad an Gestaltungsmöglichkeit. Soft Blind Pools und Reguläre Blind Pools sind so auch im Bereich geschlossener Publikums-AIF möglich.

5. Das Erfordernis der Festlegung der Vermögensgegenstände wirkt sich auf den Konkretisierungsgrad bei der Darstellung weiterer Angaben, die in Abhängigkeit zum Investitionsobjekt stehen, aus. Diese müssen so konkret wie möglich auf die festgelegten Vermögensgegenstände abgestimmt werden. Allgemeine Angaben genügen nicht.
6. Im Rahmen der Erlaubnis bzw. Registrierung der Verwalter geschlossener Publikums-AIF wirkt sich die Pflicht zur Konkretisierung der Vermögensgegenstände nur teilweise aus: Grundsätzlich müssen noch keine konkreten Angaben zu den tatsächlich zu erwerbenden Vermögensgegenständen getätigt werden. Eine Ausnahme gilt jedoch für „kleine“ AIF, die nicht den allgemeinen vertriebs- und produktbezogenen Informationspflichten unterliegen. Im Rahmen der Registrierung der Verwalter derartiger Fonds sollten diese bereits angeben, in welche Vermögensgegenstände der AIF investieren wird. Denn auch sie können – wie alle geschlossenen Publikums-AIF – nur als Soft Blind Pools oder Reguläre Blind Pool aufgelegt werden, unterliegen aber – abgesehen von der Registrierung – keiner weiteren Überprüfung.

**Spezial-AIF können grundsätzlich in jeglicher Ausgestaltung eines Blind Pools aufgelegt werden.**

1. Bei Spezial-AIF bestehen grundsätzlich keinerlei Einschränkungen im Hinblick auf die Konzeptionierung des AIF. Auch Black Blind Pools sind zulässig.
2. Einschränkungen gelten nur dann, sofern der Spezial-AIF als europäischer Risikokapitalfonds optiert. Die Nutzung der Vorteile der europäischen Risikokapitalverordnung ist daran geknüpft, dass diese Fonds ein gewisses Maß an Transparenz hinsichtlich ihrer Investitionsobjekte bieten. Entsprechend konkret sind auch die Angaben im Rahmen der Registrierung der Verwalter derartiger Fonds vorzunehmen.
3. Die Gestaltungsfreiheit, auch Black Blind Pools aufzulegen, birgt Risiken: Ohne jegliche Einschränkung hinsichtlich potentieller Investitionsobjekte ist der Nachweis der fachlichen Eignung für Fondsmanager schwierig. Es ist nicht glaubhaft, dass Expertise in jedem Fondssegment vorhanden ist.
4. Auch bei Spezial-AIF sind die sonstigen Informationen, die nicht das Investitionsobjekt selbst betreffen, aber in starker Abhängigkeit zu diesem stehen, so konkret wie möglich auf dieses abzustimmen, um einen Mehrwert an Informationen zu generieren. Dies führt dazu, dass bei Black Blind Pools besonders umfangreiche Ausführungen nötig sind. Wenn aufgrund der Weite der Konzeption des Blind Pools verschiedenste Investitionen in Betracht kommen, müssen sämtliche verpflichtende Angaben in Bezug auf alle Investitionsvarianten dargestellt werden.

## B. Fazit

In sämtlichen Regelungswerken, denen sich seit einigen Jahren auch geschlossene Fonds ausgesetzt sehen, herrscht die grundsätzliche Konzeption der Differenzierung zwischen verschiedenen Anlegertypen vor. Diese Zweigliedrigkeit von besonders schutzwürdigen und weniger schutzwürdigen Anlegern ist in dem seit Mitte 2013 geltenden Kapitalanlagegesetz fortgeführt worden. Geschlossene AIF werden nunmehr in die Kategorien Publikums-AIF, die an jegliche Art Anleger vertrieben werden können, aber sich vornehmlich an ein Kleinanlegerpublikum richten, sowie Spezial-AIF, die nur an professionelle und semiprofessionelle Anleger vertrieben werden dürfen, unterteilt.

Die infolge der sog. Finanzkrise gefassten Beschlüsse, kein Fondsvehikel unreguliert zu lassen, zeigen ihre Wirkung auch in einem in Deutschland bislang kaum erfassten Bereich: Obwohl professionelle und semiprofessionelle Anleger nur einem geringeren Schutzbedürfnis unterliegen, sehen sich geschlossene Spezial-AIF, die sich an diesen Anlegerkreis richten, nun auch umfangreichen Regelungen ausgesetzt. In diesem Bereich setzt das Kapitalanlagegesetzbuch die europäische AIFM-Richtlinie um. Diese schreibt für ein derartiges Anlegerpublikum vor, dass ihm gewisse Mindestinformationen über die einzelnen AIF und deren Struktur sowie die Fondsmanager erteilt werden müssen, damit es eine seinen Bedürfnissen und seiner Risikobereitschaft entsprechende Anlageentscheidung treffen kann. Produktseitig sind geschlossene Spezial-AIF jedoch weiterhin weitestgehend frei gestaltbar: Eine Einschränkung der Konzeptionierung von Spezial-AIF ist nicht vorgenommen worden. Auch die Anforderungen, die an die Informationen gestellt werden, schließen weiterhin die Auflegung von sämtlichen Formen von Blind Pools nicht aus. Für den Vertrieb von Spezial-AIF hat sich die Rechtslage im Verhältnis zu den Vorgängerregelungswerken in Bezug auf die Möglichkeit, Blind Pools zu vertreiben, daher nicht wesentlich geändert. Der nationale Gesetzgeber tat gut daran, die AIFM-Richtlinie bei der Fondsstrukturierung nicht in noch strikere Regelungen umzusetzen. Dies hätte ansonsten einen erheblichen Wettbewerbsnachteil für inländische Produkte gegenüber Produkten, die weniger rigiden Restriktionen unterliegen und mittels des europäischen Passes auf dem deutschen Markt vertrieben werden können, bedeutet.

Im Bereich geschlossener Publikums-AIF bediente sich der Gesetzgeber aus verschiedenen regulatorischen Bereichen: Formal gelten über eine Fülle an Verweisen Normen, die für offene Fonds konzipiert und dem Investmentgesetz entnommen sind. Die neue Verwalter- und Produktregulierung sind durch die AIFM-Richtlinie veranlasst. Weite Teile der Vertriebsregularien, auch Modifizierungen im Bereich der Verweise auf die Regelungen für offene Investmentvermögen, entstammen dem ersten Regelungswerk für geschlossene Fonds, dem Verkaufsprospektgesetz, sowie seinem (in wesentlichen Teilen gleichlautenden) Nachfolgewerk, dem Vermögensanlagegesetz, und greifen bereits bekannte Strukturen im Bereich geschlossener Fonds auf. Das Verständnis für die ursprüngliche Regulierung geschlossener Fonds ist daher in weiten Teilen unabdingbar für die richtige Interpretation der Verweisungsnormen. Die Bedeutung des Rückgriffs auf die (wenige) Literatur zum Verkaufsprospektgesetz ist nicht zu

unterschätzen<sup>1202</sup>. Dies gilt vor allem vor dem Hintergrund, dass das für geschlossene Fonds nur kurz anwendbare Vermögensanlagegesetz kaum selbst kommentiert wurde.

In Bezug auf Blind Pools finden sich im Bereich der Vertriebsregulierung einige Ansätze der Literatur, die zum Verkaufsprospektgesetz zur Auflösung der Problematik verpflichtender Angaben zum Anlageobjekt vertreten wurden, im Kapitalanlagegesetzbuch wieder. Der Versuch, die bei Blind Pools nicht mögliche, aber auch hier verpflichtende Angabe zum Anlageobjekt durch substituierende, umfangreichere Angaben auf Ebene der Anlagestrategien und Anlageziele zu umgehen, ist nun einer gesetzlichen Basis zugeführt worden. Das Problem mangelnder Konkretisierung der Investitionsobjekte bei Blind Pools ist auf die Ebene der Beschreibung der Anlagestrategie gehoben worden. Im Hinblick darauf, dass nach dem Kapitalanlagegesetzbuch grundsätzlich jedem AIFM ein gewisses Maß an Ermessen zusteht, ist die Verortung der Problematik bei der Anlagestrategie und der Investitionskriterien auch systematisch korrekt: Da nach dem Kapitalanlagegesetzbuch keine vollständige Abkehr von sämtlichen Blind Pools-Fonds als erforderlich erachtet wird, wird gleichzeitig deutlich, dass nicht allein das fehlende Anlageobjekt das Problem darstellt. Die besondere Blind Pool-Problematik wird erst virulent, wenn zusätzlich dem AIFM ein uneingeschränktes Auswahlermessen hinsichtlich der Investitionsobjekte zusteht. Von Angaben zum Anlageobjekt selbst kann nun durch ein inzwischen gesetzlich normiertes Negativtestat abgesehen werden. Die in Einzelfällen vorgenommene Normierung von aus der Praxis bekannten Negativtestaten führt aber gleichzeitig zu der Annahme, dass Negativtestate nicht mehr per se überall dort möglich sind, wo keine Angaben getätigt werden können. Können die Anforderungen im Bereich der Anlagestrategie nicht erfüllt werden, genügt es nicht, auf die Nichtangabe hinzuweisen. Obwohl die Festlegung auf ein konkretes Investitionsobjekt vor der Phase der Kapitaleinwerbung gesetzlich nicht mehr zwingend ist, wurde der Handhabung der Praxis, bei Blind Pools entsprechende Risikohinweise gepaart mit einem späteren Nachtrag zum Investitionsobjekt, eine Absage erteilt. Die aus dem Verkaufsprospektgesetz bekannten und im Vermögensanlagegesetz fortgeführten Nachtragsmöglichkeiten in Bezug auf die Verkaufsdokumentation finden sich im Kapitalanlagegesetzbuch nicht wieder.

Die Sorge um eine Fondsstrukturunterbindung im Hinblick auf Blind Pools hat sich nun im Kapitalanlagegesetzbuch im Bereich geschlossener Publikums-AIF materialisiert. Der Gesetzgeber hat zwar zunächst aufgegriffen, was in der Aufsichtspraxis bereits üblich war und auch von der Literatur, die in diesem Bereich praktisch tätig war, schon zum Verkaufsprospektgesetz diskutiert worden ist: Das Problem, dass die geforderte Angabe über die konkreten Anlageobjekte in den Prospekt aufgenommen werden musste, ist nun dadurch gelöst worden, dass diese Angabe nur noch erforderlich ist, sofern bereits konkrete Anlageobjekte vorliegen. Allerdings verfolgt der Gesetzgeber damit nicht den Ansatz, dass den Fondsmanagern im Hinblick auf geschlossene Publikums-AIF nun ein vollständiger Spielraum bei der Konzeptionierung von Blind Pools zugestanden würde. Während das Verkaufsprospektgesetz bei Blind Pools nur die Art des Werbens sanktionierte – unter bestimmten Voraussetzungen (vor allem bei Private

---

<sup>1202</sup> Vgl. Jäger/Maas/Renz, CCZ 2014, 63 (66).

Placements) konnten Blind Pools auch einem nicht professionellen Publikum zugänglich gemacht werden – sanktioniert das Kapitalanlagegesetzbuch hingegen bei geschlossenen Publikums-AIF nun das unternehmerische Konzept eines Black Blind Pools.

Die grundsätzliche Idee ist, Anlegerschutz vor allem durch umfassende Information herbeizuführen. Der Transparenz- und Aufklärungsgedanke fand sich im Verkaufsprospekt- und Vermögensanlagengesetz wieder. Beide Regelungswerke enthielten umfassende Vorgaben zu den Verkaufsdokumenten und regulierten damit den Vertrieb geschlossener Fondsprodukte. Bei der Investition in langfristige Produkte, die wiederum nur in einige wenige Targets investieren, ist im Rahmen der Investitionsentscheidung die Aufklärung über das Investitionsobjekt von immenser Bedeutung für die Beurteilung der potentiellen Anlage. Wichtig zu verstehen ist dabei, dass der Anleger durch die umfassende Information nicht vor dem Verlust seiner Kapitalanlage geschützt werden soll. Eine vollumfängliche Aufklärung über sämtliche relevanten Aspekte der Kapitalanlage soll dazu dienen, dass der Anleger überhaupt die Möglichkeit hat, eine eigenverantwortliche, informationsbasierte Entscheidung treffen zu können. Denn die Verantwortung zur Informationsaufnahme sowie das Risiko einer unvorteilhaften Anlageentscheidung soll grundsätzlich der Anleger tragen.

Black Blind Pools ist immanent, dass die für die Anlageentscheidung wichtigsten Informationen (noch) nicht erteilt werden können. Der Ansatz, dem Anleger gewissen Risiken aufzuerlegen, solange er auf Basis umfassender Informationen entscheidet, greift bei diesen Ausgestaltungen von Blind Pools nicht. Eine freie, informationsbasierte Entscheidung ist daher, zumindest bei Black Blind Pools, unmöglich. Da es um die inhaltliche Information geht, hilft an dieser Stelle auch keine „Aufklärung“ darüber, dass keine Informationen erteilt werden können. Die Einschätzung der Risiken der Anlage ist ohne materiellen Inhalt nicht möglich. Eine reine Vertriebsregulierung, wie sie das Verkaufsprospektgesetz und das Vermögensanlagengesetz für geschlossene Fonds vorsahen, kann diese Missstände nicht auffangen. Trotzdem hätte es der Gesetzgeber bei einer reinen Vertriebsregulierung belassen können, da diese bereits in weiten Bereichen zu einem faktischen Verbot von Blind Pools führte. Anlässlich der Umsetzung der AIFM-Richtlinie normierte er im Kapitalanlagegesetzbuch für geschlossene Publikums-AIF nun neben die bisherige alleinige Vertriebsregulierung für geschlossene Fonds auch eine Zulassungs-, Verwalter- und Produktregulierung<sup>1203</sup>, was damit insgesamt zu einer vollständig anderen Strukturierung im Gegensatz zu den Vorgängerregelungswerken führte<sup>1204</sup>. Für den Anlegerschutz im Allgemeinen ist dies sehr positiv. Allerdings tragen auch derartige Regelungen nicht dazu bei Abhilfe zu schaffen, wenn es darum geht eine eigenverantwortliche Entscheidung treffen zu können, weil ausreichend Informationen vorhanden sind. Sie erreichen keinen Ausgleich für mangelnde Information. Dem Gesetzgeber war dieser Aspekt offensichtlich so wichtig, dass er im Bereich geschlossener Publikums-AIF ein paternalistisches Produktverbot vorzog anstatt einem bestimmten Anlegerkreis eine Entscheidung ohne ausrei-

---

<sup>1203</sup> *Wetzig*, Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie durch das Kapitalanlagegesetzbuch, S. 64; *Zetzsche*, ZVglRWiss 2012, 371 (383).

<sup>1204</sup> *Jesch*, BB 2012, 2895 (2899), *Nelle/Klebeck*, BB 2013, 2499 (2499) und *Loritz/Uffmann*, WM 2013, 2193 (2193) sprechen von einem „Paradigmenwechsel“ für die Branche geschlossener Fonds.

chende Grundlage zu ermöglichen. So werden Anleger zwar nicht vor Verlusten geschützt, jedoch davor, eine Anlageentscheidung zu treffen, die sie niemals frei und eigenverantwortlich in Kenntnis aller wesentlichen Umstände für den AIF hätten treffen können.

Nachdem in der Vergangenheit die Aufsichtspraxis großzügig mit Blind Pool-Modellen auch für Kleinanleger umgegangen ist, sollten diese nach dem Kapitalanlagegesetzbuch nicht mehr in dieser Umfänglichkeit zugänglich sein. Die Regulierung stellt sich im Grundsatz konsequent den in der Vergangenheit gezeigten Missständen entgegen. Der Gesetzgeber verfolgt nicht das Ziel, geschlossene Publikums-AIF vollständig zu verbieten; allerdings sollten von ihm für erforderlich gehaltene Produkt- und Vertriebsbeschränkungen aufgenommen bzw. einer effektiven Durchsetzung zugeführt werden<sup>1205</sup>. So wie der AIFM-Richtlinienggeber eine reine Managerregulierung aber als nicht ausreichend ansah, um Kleinanleger angemessen zu schützen<sup>1206</sup>, wird die Selbstbindung des Managements über die Anlagestrategie<sup>1207</sup> und die Investitionskriterien bei Publikums-AIF nach dem Kapitalanlagegesetzbuch bei Black Blind Pools als nicht ausreichender Ausgleich erachtet. Während die BaFin unter dem Verkaufsprospektgesetz und dem Vermögensanlagengesetz dem interessierten Anleger noch den Umgang mit der präsentierten Information im Rahmen seiner eigenen Entscheidungsfindung überließ<sup>1208</sup>, toleriert das Kapitalanlagegesetzbuch eine Produktstrukturierung von geschlossenen Publikums-AIF als Black Blind Pools nun nicht mehr. Nichtsdestotrotz führt die produktrechtliche Regulierung von Black Blind Pools unter dem Kapitalanlagegesetzbuch an sich nur die bereits unter den Vorgängerregelungswerken bestehende Linie fort, dass eine Investition in eine Kapitalanlage, hinsichtlich derer die wesentlichen Informationen nicht erteilt werden können, für ein nicht professionelles Publikum nicht möglich ist. Die Vergangenheit hat allerdings gezeigt, dass die Exekutive die vertriebsregulierenden Normen nicht strikt verfolgte, sondern – trotz der gesetzlich anmutenden Rechtsfolgen bei Nichteinhaltung der prospektrechtlichen Anforderungen – den kreativen Ansätzen der Praxis zuneigte und selbst Black Blind Pools für den öffentlichen Kapitalmarkt öffnete. Faktisch war ein Vertrieb von Regulären und Black Blind Pools nach dem Verkaufsprospektgesetz und dem Vermögensanlagengesetz jedoch bereits nicht möglich. Das Ziel, Fondsstrukturen, über die nicht umfassend informiert werden kann, einem breiten Publikum nicht zugänglich zu machen, wird im Kapitalanlagegesetzbuch konsequent fortgesetzt. Allerdings erfolgt dies nicht mehr über eine reine Vertriebsregulierung, sondern durch ein Produktverbot (sogar in abgeschwächter Version nur für Black Blind Pools). Ob die Entscheidung, den Anlegerschutz dadurch umzusetzen, bestimmte Anlegergruppen von bestimmten Produkten von vornherein fernzuhalten, tatsächlich zu einer Verbesserung für Anleger führt, mag bezweifelt und muss abgewartet werden. Auch Regulierung schafft keine absolute Sicherheit<sup>1209</sup>. Das Argument des Anlegerschutzes führte bei der Umsetzung des Kapitalanlagegesetzbuchs dazu, dass Sicherheit und Schutz eines der obersten Gebote

---

<sup>1205</sup> Vgl. *Escher*, in: Habersack/Mülbert/Nobbe/Wittig, Bankenregulierung, Insolvenzrecht, Kapitalanlagegesetzbuch, Honorarberatung, S. 123 (151 f.).

<sup>1206</sup> *Tollmann*, in: Dornseifer/Jesch/Klebeck/Tollmann, AIFM-RL, Art. 2 Rn. 3.

<sup>1207</sup> Vgl. *Loritz/Uffmann*, WM 2013, 2193 (2199).

<sup>1208</sup> Vgl. *Jäger/Maas/Renz*, CCZ 2014, 63 (65 f.).

<sup>1209</sup> *Voigt*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 61 (74 Rn. 170).

darstellen, was sich negativ auf die Ergreifung von Chancen und die positive Nutzung der gerade bei Blind Pools ermöglichten Ermessensspielräume des Fondsmanagements auswirkt<sup>1210</sup>.

So leicht es aber auch sein mag, die Entscheidung für eine rigide Regulierung eines Fondsprodukts zu verurteilen, so schwer ist es doch in einem Bereich, in dem ein zu großer Ermessensspielraum in der Vergangenheit zulasten durchschnittlicher Kleinanleger zu oft ausgenutzt worden ist, ein alternatives Gegenmodell, das Anlagechance und Risiken mit Regulierung und Anlegerschutz in ein ausgewogenes Verhältnis bringt, zu entwerfen.

Verbesserungsbedürftig ist mit Sicherheit ein klarerer Umgang mit der Problematik von Black Blind Pools. Die Probleme sind bekannt und es wurde sich mit ihnen beschäftigt. Allerdings verbleibt das Gefühl, dass – unabhängig von der Entscheidung für oder gegen solche Modelle im Bereich von geschlossenen Publikums-AIF – eine deutliche Positionierung vermieden wird. Die Erkenntnis, dass Blind Pool-Modelle mit den vertriebsrechtlichen Anforderungen nach dem Verkaufsprospektgesetz und dem Vermögensanlagegesetz nicht vereinbar waren, schwelgte lange Zeit – wurde aber auch im Kapitalanlagegesetzbuch nur rudimentär angegangen. Zwar wurde die grundsätzliche Zulässigkeit von Blind Pool-Modellen, bei denen das Investitionsobjekt noch nicht feststeht, systematisch richtig in Form eines gesetzlichen Negativtestats im Rahmen der Anforderungen an die Prospekterstellung verortet. Die Differenzierung, dass aber nicht jegliche Blind Pool-Modelle zulässig sein sollen, hätte jedoch klarer, beispielsweise als eigener Punkt im Rahmen der allgemeinen Vorschriften für inländische geschlossene Publikums-AIF und nicht unbedingt (etwas versteckt) im Rahmen der Anlagebedingungen aufgenommen werden können. Hier wäre auch Platz für eine Konkretisierung der Kriterien, die für eine Festlegung der Investitionsobjekte durch das Fondsmanagement erforderlich, aber auch ausreichend sind.

Wenn allgemein festgelegt wäre, was an genauer Ausgestaltung von geschlossener Publikums-AIF, die als Blind Pools strukturiert sind, möglich ist, sollte im Hinblick auf den Adressatenkreis der Anleger ausdrücklich festgelegt werden, ob und vor allem auch wo genau hierüber entsprechend in der Verkaufsdokumentation (Verkaufsprospekt, wesentliche Anlegerinformationen) informiert werden soll. Möglich wäre ein Dreiklang von allgemeiner Strukturbeschreibung des konkreten Blind Pool-Modells in den Anlagebedingungen, einer Beschreibung der Anlagekriterien im Rahmen der Anlagestrategie sowie einem Negativtestat in Bezug auf ein konkretes Anlageobjekt gepaart mit einer konkreten Beschreibung der möglichen Investitionsobjekte, die nach Anwendung der konkreten Anlagekriterien noch dem (eingeschränkten) Ermessen des Fondsmanagements hinsichtlich der finalen Anlageentscheidung unterliegen.

Auch der BaFin wären klarstellende Eckpunkte im Hinblick auf die konkret zulässigen Blind Pool-Modelle dienlich. Denn diese muss sich mit der Praxis auseinandersetzen und hat im Anschluss die Aufgabe, weitere für die Praxis verständliche und umsetzbare Konkretisierungen zu erarbeiten.

Auch wenn in der Vergangenheit unter anderem auch die Möglichkeiten, die offene Produkte wie Black Blind Pools eröffnen, widrig ausgenutzt wurden, ist ein Produktverbot nie die einzige, momentan jedoch

---

<sup>1210</sup> Vgl. *Kobabe*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 331 (332 Rn. 914).

eine durchaus naheliegende Konsequenz. Sofern sich ein liquider Zweitmarkt für geschlossene AIF mit vergleichbar geringen Abschlägen entwickelt, könnte die Möglichkeit eines freien Verkaufs den Gesetzgeber dazu tendieren lassen, den Vertrieb sämtlicher Blind Pool-Produkte auch im Bereich geschlossener Publikums-AIF zuzulassen. Er müsste sich dann vor allem davon abwenden, Kleinanleger eine Investition nur auf Basis einer vollumfänglich informationsbasierten Entscheidung zugänglich zu machen – denn das Informationsdefizit kann bei Black Blind Pools nicht durch bessere Chancen auf dem Zweitmarkt ausgeglichen werden. Der Grund für dieses Anliegen, die langfristige Bindung aufgrund langfristig angelegter Investition bei geschlossenen Publikums-AIF, würde jedoch bei einem liquiden Zweitmarkt mit Verkaufserlösen ohne große Abschläge abgeschwächt. Ist eine Wiederveräußerung zu guten Konditionen möglich, ist möglicherweise nicht mehr ganz so wichtig, in was überhaupt investiert wird – so auch bei offenen Investmentvermögen. Allerdings wird bei missbräuchlicher Ermessensausnutzung des Fondsmanagements auch nur ein späteres Glied in der Veräußerungskette getroffen. Dieses Risiko können auch gute Veräußerungsmöglichkeiten auf dem Zweitmarkt nicht vermeiden; der Risikoträger würde nur verlagert werden. Insgesamt kann der Gesetzgeber die Vernichtung von Anlegergeldern bei missbräuchlichem Verhalten nicht ausschließen. Durch seine jetzige Wahl eines Produktverbots im Bereich geschlossener Publikums-AIF kann er das Gefährdungspotential jedoch zumindest eindämmen. Die Praxis wird mit dieser momentanen Wahl zunächst arbeiten müssen. Von der bisherigen aufsichtsrechtlichen Handhabung unter dem Verkaufsprospektgesetz und dem Vermögensanlagegesetz, dass ein Vertrieb auch extremer Blind Pool-Gestaltungen nicht vollständig verhindert worden ist, muss nun vorerst Abstand genommen werden. Hierauf wird sich auch die Gestaltungspraxis einzustellen haben. Sodann bleibt zu beobachten, wie effektiv die nun verfolgte Linie eines Produktverbots sein wird.

Dadurch, dass der Gesetzgeber sich mit der Problematik von Blind Pools während des Gesetzgebungsprozesses deutlich auseinandergesetzt und diesbezüglich versucht hat, im Rahmen des Kapitalanlagegesetzbuchs bestimmte Beschränkungen vorzusehen, gepaart mit dem umfassenden Regulierungsansatz des Gesetzes können geschlossene Publikums-AIF auch nicht mehr so strukturiert werden, dass das Kapitalanlagegesetzbuch keine Anwendung findet<sup>1211</sup>. Durch eine uneingeschränkte Investitionspolitik kann die Produktregulierung für Black Blind Pools im Rahmen des Kapitalanlagegesetzbuchs nicht umgangen werden. Selbst bei der nach hiesiger Ansicht fälschlichen Annahme der Geltung des Vermögensanlagegesetzes dürfte das durch das Kapitalanlagegesetzbuch für Black Blind Pools aufgestellte Verbot zumindest derart Einfluss erlangen, dass die Aufsichtspraxis im Rahmen der Vertriebsregulierung des Vermögensanlagegesetzes dem faktischen Verbot nun – anders als bisher – zu effektiver Durchsetzung verhelfen würde. Schnellstmöglich und umfassend Klarheit hinsichtlich des Anwendungsbereichs des Kapitalanlagegesetzbuchs zu erzielen, bleibt weiterhin eine der wichtigsten Anforderungen<sup>1212</sup>. Es bleibt aber weiterhin schwer, vor allem aufgrund des materiellen Fondsbegriffs, einfach

---

<sup>1211</sup> Vgl. *Kobabe*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 331 (362 Rn. 1059).

<sup>1212</sup> Vgl. *Kloyer*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 313 (328 Rn. 909).

identifizierbare Kriterien zu ermitteln. Es bleibt dabei abzuwarten, welche neuen Möglichkeiten der kautelarjuristische Erfindungsreichtum anbieten wird.

Unabhängig von der Zulässigkeit bestimmter Fondsmodelle nehmen mit der erhöhten Regulierungsdichte im Kapitalanlagegesetzbuch auch die Herausforderungen an die Fondsstrukturierung zu. Im Bereich der Auslegung, wie konkret die Festlegung der zu erwerbenden Vermögensgegenstände zu erfolgen hat, zeigt die vorliegende Arbeit entsprechende Kriterien auf. Dennoch sind diese mit gewissen Unsicherheiten behaftet, was den anzulegenden Maßstab betrifft. Solange mit dem vorliegenden Modell gearbeitet werden muss, wäre wünschenswert, wenn der Gesetzgeber oder zumindest die Aufsichtspraxis zeitnah die Kriterien, wie eine tatsächliche Festlegung aussehen muss, konkretisieren würde. Eine Möglichkeit wäre, festgelegte Größenordnungen, innerhalb derer sich die Investitionskriterien belaufen dürfen, vorzuschreiben. Etwa in dem Sinne, dass geografische Eingrenzungen bis auf bestimmte Quadratmeterzahlen festgelegt werden müssten oder im Bereich der Assetkategorien auch eine bestimmte Festlegung der Unterkategorien zu erfolgen hätte (bspw. Wohnimmobilien mit einer Größe bis zu 120 qm in einer deutschen Großstadt). Dies ist zwar kein einfaches Unterfangen, würde aber zu mehr Rechtssicherheit führen. Bis dahin ist von einer großzügigen Auslegung abzuraten, um eine doppelte Bearbeitung zurückgewiesener, zu weit gefasster Blind Pool-Fonds zu vermeiden. Ob die Praxis sich daran halten wird, tatsächlich derart konkrete Angaben zu den Investitionskriterien auch bei Blind Pools zu tätigen, wird allerdings bezweifelt<sup>1213</sup> und bleibt abzuwarten.

Indem für geschlossene Publikums-AIF strengere Anforderungen an die vorab zu erfolgende Konkretisierung der Investitionsobjekte als für Spezial-AIF aufgestellt werden, trägt der Gesetzgeber dem unterschiedlichen Schutzbedürfnis dieser Anlegergruppe Rechnung. Trotz der für Publikums-AIF vorgenommenen Einengung, dass nur Reguläre Blind Pools und Soft Blind Pools möglich bleiben, ist die Regulierung von Publikums-AIF im internationalen Vergleich noch sehr offen. Der Gesetzgeber hätte Produkte, die nicht nur an professionelle Anleger vertrieben werden, gar nicht zulassen müssen. Anders als die Normen zu Spezial-AIF, die europarechtlich initiiert sind, stellen die Regelungen zu Publikums-AIF rein nationale Gestaltungen dar. Die Normen für geschlossene Publikums-AIF führen dabei im Kapitalanlagegesetzbuch die Konzeption des Verkaufsprospektgesetzes und des Vermögensanlagegesetzes fort. Die Zweck und Zielrichtung liegt hierbei historisch bedingt stärker auf dem Anlegerschutz als auf der Verhinderung systemischer Risiken. Die Wesentlichkeit des Investitionsobjekts als Grundlage einer fundierten Anlageentscheidung stellt dabei einen wesentlichen Aspekt dar, der schon mit der Änderung des Vermögensanlagegesetzes stärker betont worden ist. Insofern ist es konsequent, dass der nationale Gesetzgeber, wenn er Publikums-AIF schon weiterhin zulässt, das höhere Schutzniveau auch bei einem Vertrieb von EU-AIF und ausländischen Fonds fordert. Die Verhinderung von reinen bzw. Black Blind Pools auch bei einem Vertrieb von nicht inländischen Fonds stellt eine Äquivalenz zu

---

<sup>1213</sup> Vgl. Jäger/Maas/Renz, CCZ 2014, 63 (68).

inländischen geschlossenen Publikums-AIF her. So kann der konzeptionierte Schutz von durchschnittlichen Anlegern nicht über außerinländische Produkte umgangen werden. Die Gefahr, dass sich das partielle Produktverbot innovationshindernd auswirkt und zu einer Abwanderung in nicht regulierte Märkte führt, wie bei paternalistischen Produktverboten befürchtet,<sup>1214</sup> wird sich zeigen, ist aber aufgrund der auch im ausländischen Umfeld vorherrschenden Regulierungsdichte bei Publikums-AIF zumindest in diesem Bereich eher nicht zu befürchten<sup>1215</sup>. Die Attraktivität der nationalen Regelungen wird aber auch über Deutschland als Fondsstandort im internationalen Wettbewerb entscheiden<sup>1216</sup>.

Vor dem Hintergrund, dass die Investition in geschlossene AIF sehr langfristig angelegt ist, ist eine noch stärkere Aufklärung durch die Pflicht zur Konkretisierung der Vermögensgegenstände im Bereich von Publikums-AIF zweckmäßig. Um eine umfassende Durchsetzung dieser Konzeptionierung durchzusetzen, sollte eine konkrete Bestimmung der Investitionskriterien daher im Bereich jeglicher Publikums-AIF gefordert werden, also auch bei „kleinen“ AIF, deren Verwalter nur einer Registrierung unterliegen. Dies wäre eine konsequente Fortführung des Schutzniveaus von Kleinanlegern. Es bleibt abzuwarten, ob die Aufsichtspraxis eine solch strenge Auslegung verfolgen wird.

Die neuen Regelungen, denen Investmentfonds nach dem Kapitalanlagegesetzbuch nun unterliegen, werden zu nachhaltigen Veränderungen des aufsichtsrechtlichen Rahmens und zu Strukturveränderungen in der Fondsbranche führen. Für die Beratungspraxis stellt sich weiterhin eine Reihe ungeklärter Fragen, die der Rechtssicherheit nicht zuträglich sind. Auch für die Auflegung von Blind Pools ergeben sich nach dem Kapitalanlagegesetzbuch im Detail noch einige Auslegungsfragen. Es bleibt zu hoffen, dass die Verwaltungspraxis zeitnah konkrete Antworten anbieten wird.

---

<sup>1214</sup> *Langenbacher*, ZHR 177, 679 (700 f.).

<sup>1215</sup> Vgl. z.B. im Hinblick auf eine Abwanderung nach Luxemburg, *Breilmann/Fuchs*, WM 2013, 1437 (1443).

<sup>1216</sup> Vgl. *Koch*, in: Möllers/Kloyer, KAGB Tagungsband, S. 111 (128 Rn. 309).

# Literaturverzeichnis

- Albrecht, Achim / Karahan, Davud / Lenenbach, Markus (Hrsg.) Fachanwaltshandbuch Bank- und Kapitalmarktrecht, 2010, München: ZAP (LexisNexis), zit.: FA-HB Bank- und Kapitalmarktrecht
- Arndt, Jan-Holger / Voß, Thorsten Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz (Verkaufsprospektgesetz) und Verordnung über Vermögensanlagen-Verkaufsprospekte (Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung - VermVerkProspV), 2008, München: Beck, zit.: VerkProspG
- Assies, Paul H. / Beule, Dirk / Heise, Julia / Strube, Hartmut (Hrsg.) Handbuch des Fachanwalts Bank- und Kapitalmarktrecht, 2. Auflage 2010, Köln: Carl Heymanns, zit.: HB FA Bank- und Kapitalmarktrecht
- Assmann, Heinz-Dieter Prospekthaftung als Haftung für die Verletzung kapitalmarktbezogener Informationsverkehrspflichten nach deutschem und US-amerikanischem Recht, 1985, zugl.: Frankfurt a.M., Univ., Habil., 1984, Köln u.a.: Heymann, zit.: Prospekthaftung
- Assmann, Heinz-Dieter / Lenz, Jürgen / Ritz, Corinna Verkaufsprospektgesetz, Verkaufsprospekt-Verordnung, Verkaufsprospektgebühren-Verordnung, Kommentar, 1. Auflage 2001, Köln: Otto Schmidt, zit.: VerkProspG
- Assmann, Heinz-Dieter / Schlitt, Michael / von Kopp-Colomb, Wolf (Hrsg.) Wertpapierprospektgesetz, Verkaufsprospektgesetz, Kommentar mit Anhängen zur ProspektVO (EG) Nr. 809/2004, VermVerkProspV, VermVerkProspGebV), 2. Auflage 2010, Köln: Otto Schmidt, zit.: WpPG/VerkProspG
- Assmann, Heinz-Dieter / Schneider, Uwe Wertpapierhandelsgesetz, Kommentar, 6. Auflage 2012, Köln: Otto Schmidt, zit.: WpHG
- Assmann, Heinz-Dieter / Schütze, Rolf Handbuch des Kapitalanlagerechts, 3. Auflage 2007, München: Beck, zit.: HB Kapitalanlagerecht
- Aurich, Bastian Neues Maßnahmenpaket für den grauen Kapitalmarkt, GWR 2014, S. 295 – 298
- Baas, Volker / Izzo-Wagner, Anna Lucia Im Fokus der Regulierer, Geschlossene Fonds, Die Bank 11/2012, S. 24 – 27

- Baas, Volker / Izzo-Wagner, Anna Lucia / Auf dem Weg zu einem neuen Kapitalanlagegesetzbuch, Geschlossene Fonds, Die Bank 03/2013, S. 12 – 14
- Baumbach, Adolf (Begr.) / Hueck, Alfred / GmbHG: Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung, 20. Auflage 2013, München: Beck, zit.: GmbHG
- Bäumli, Sven O. / Investmentvermögen im neuen Kapitalanlagegesetzbuch (Teil I), FR 2013, S. 640 – 647
- Bäumli, Sven O. / AIFM-Steueranpassungsgesetz: Die geplante Besteuerung von Investmentvermögen (Teil II), FR 2013, S. 746 – 753
- Baur, Georg / Boegl, Martin / Die neue europäische Finanzmarktaufsicht – Der Grundstein ist gelegt, BKR 2011, S. 177 – 186
- Baur, Jürgen / Investmentgesetze, Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) und Gesetz über den Vertrieb ausländischer Investmentanteile und über die Besteuerung der Erträge aus ausländischen Investmentanteilen (Auslandinvestment-Gesetz – AuslInvestmG), Kommentar nebst Länderübersicht EG/EWR-Staaten, Japan, Schweiz, USA, 2. Auflage 1997, 1. Teilband, Berlin u.a.: de Gruyter, zit.: Investmentgesetze
- Beck, Hans-Joachim / Neue Rechtsentwicklung bei geschlossenen Immobilienfonds, FR 2002, S. 446 – 449
- Beck, Thomas / Maier, Jörg Michael / Die neuen Mindestangaben der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung, WM 2012, S. 1898 – 1907
- Beckmann, Klaus / Scholtz, Rolf-Detlev / Vollmer, Lothar / Investment, Ergänzbare Handbuch für das gesamte Investmentwesen, Kommentar zu den Rechtsvorschriften einschließlich der Steuerrechtlichen Regelungen, Erläuterungen und Materialien der Kapitalanlagegesellschaften und der Unternehmensbeteiligungsgesellschaften, 2014, Loseblatt, Berlin: Erich Schmidt, zit.: Investment-HB
- Bednarz, Sebastian / Die Regulierung von Hedge-Fonds, Eine rechtsvergleichende Untersuchung der Regulierungsdiskussion in Deutschland, den USA und Großbritannien, 2009, zugl.: Göttingen, Univ., Diss., 2008, Hamburg: Dr. Kovač

Benecke, Martina	Haftung für Inanspruchnahme von Vertrauen – Aktuelle Fragen zum neuen Verkaufsprospektgesetz, BB 2006, S. 2597 – 2601
Benicke, Christoph	Wertpapiervermögensverwaltung, 2006, teilw. zugl.: Heidelberg, Univ., Habil., 2002, Tübingen: Mohr Siebeck
Berger, Hanno / Steck, Kai-Uwe / Lübbehüsen, Dieter	InvG, InvStG – Investmentgesetz, Investmentsteuergesetz, Kommentar, 2010, München: Beck
Beurskens, Michael	Haftung für enttäushtes Aktionärsvertrauen, 2008, zugl.: Düsseldorf, Univ., Diss., 2006, Köln u.a.: Carl Heymanns
Bielenberg, Oliver / Schmuhl, Wolf	Implikationen des KAGB auf die Rechnungslegung geschlossener Fonds, DB 2014, S. 1089 – 1091
Bödecker, Carsten (Hrsg.)	Handbuch Investmentrecht, 2007, Bad Soden/Ts.: Uhlenbruch, zit.: HB InvestmentR
Bödeker, Vinzenz	Anlegerschutz und „Grauer Kapitalmarkt“ – Ein Überblick über die jüngsten Aktivitäten des Gesetzgebers, GWR 2011, S. 278 – 281
Bongertz, Bastian	Verschuldensunabhängige Haftung bei fehlendem Prospekt trotz Abstimmung mit der BaFin?, Zugleich eine Besprechung des Urteils des OLG München vom 2.11.2011 – 20 U 2289/11, BB 2012, S. 470 – 475
Boxberger, Lutz	EU-Vertriebspass und Regulierung „light“, Verordnung über Europäische Venture Capital-Fonds, VentureCapital Magazin 7-8/2013, S. 42 – 43
Boxberger, Lutz	Regulierung „light“ unter dem KAGB-Regime, GWR 2013, S. 415 – 418
Brand, Dietrich	Zwischen fundierter Anlageberatung und Informationsüberflutung – der Schutz des Privatanlegers vor Gericht, jM 2014, S. 2 – 7
Brandt, Christoph	Prospekthaftung, Anlegerschutz durch Prospektpublizität, 2005, zugl.: Kiel, Univ., Diss., 2004, Taunusstein: Driesen

- Breilmann, Anja / Fuchs, Karl      Bankenregulierung, Insolvenzrecht, Kapitalanlagegesetzbuch, Honorarberatung, – Bericht über den Bankrechtstag am 28. Juni 2013 in Berlin –, WM 2013, S. 1437 – 1445
- Brinkhaus, Josef / Scherer, Peter      Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften, Auslandsinvestment-Gesetz, Kommentar, 2003, München: Beck, zit.: KAGG/AuslInvestmG
- Brocke, Till / Lohmann, Oliver      Die Aufsicht über den Vertrieb von Vermögensanlagen nach dem Vermögensanlagengesetz und der Gewerbeordnung, GWR 2012, S. 335 – 339
- Bruchwitz, Sebastian / Voß, Thorsten      Der Regierungsentwurf für ein Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts, BB 2011, S. 1226 – 1234
- Buge, Ronald      Rechtstypenvergleich und Fonds – Neues bei der AIFM-Umsetzung, DB0648367 v. 29.01.2014
- Bujotzek, Peter      AIFM-Steuer-Anpassungsgesetz im zweiten Anlauf verabschiedet, DB0646428 v. 07.01.2014
- Bujotzek, Peter      AIFM-Steueranpassungsgesetz: Eine Hängepartie, DB0605832 v. 06.08.2013
- Bultmann, Friedrich / Hoepner, Olaf / Lischke, Peter      Anlegerschutzrecht, 2009, München: Beck
- Burgard, Ulrich / Heimann, Carsten      Das neue Kapitalanlagegesetzbuch, WM 2014, S. 821 – 831
- Bußalb, Jean-Pierre      Die Kompetenzen der BaFin bei Überwachung der Pflichten aus dem KAGB, in: Das neue Kapitalanlagegesetzbuch: Tagung vom 14./15. Juni 2013 in Augsburg, herausgegeben von Thomas M. J. Möllers und Andreas Kloyer, 2013, München: Beck, zit.: KAGB Tagungsband, S. 221 – 246
- Bußalb, Jean-Pierre / Unzicker, Ferdinand      Auswirkungen der AIFM-Richtlinie auf geschlossene Fonds, BKR 2012, S. 309 – 319

- Bußalb, Jean-Pierre / Vogel, Dennis Das Gesetz über Vermögensanlagen – neue Regeln für geschlossene Fonds, WM 2012, S. 1416 – 1426
- Bußian, Aykut / Kille, Katharina Rechnungslegung und Prüfung geschlossener alternativer Investmentfonds nach KAGB, WPg 2014, S. 837 – 851
- Canaris, Claus-Wilhelm Bankvertragsrecht einschließlich Kontokorrentrecht und Recht allgemeiner Geschäftsbedingungen, 1975, Berlin: de Gruyter, zit.: Bankvertragsrecht
- Carl, Dieter / Förster, Wolfgang Das Recht der Investmentfonds, Europarechtlicher Rahmen und nationale Gesetzgebung, 2. Aufl. 1994, Neuwied u.a.: Luchterhand
- Carlé, Thomas Vermögensanlagen in steuerlich privilegierten Investmentvermögen nach Maßgabe des KAGB und des InvStG, Ein Überblick über das neue Recht, ErbStB 2014, S. 233 – 236
- Caspari, Karl-Burkhard Anlegerschutz in Deutschland im Lichte der Brüsseler Richtlinien, in: Anleger- und Funktionenschutz durch Kapitalmarktrecht, Symposium und Seminar zum 65. Geburtstag von Eberhard Schwark, herausgegeben von Stefan Grundmann, Hans-Peter Schwintowski, Reinhard Singer und Martin Weber, 2006, Berlin: De Gruyter, zit.: Anleger- und Funktionenschutz durch Kapitalmarktrecht, S. 7 – 21
- Christ, Britta Der Einfluss der EU-Prospektrichtlinie auf das Wertpapierprospekthaftungsrecht in der Bundesrepublik Deutschland, 1. Auflage 2007, zugl.: Freiburg i.Br., Univ., Diss., 2006, Baden-Baden: Nomos
- Claussen, Carsten P. Kleine Kapitalgesellschaften und der Zugang zum Kapitalmarkt, ZHR 153 (1989), S. 216 – 234
- Clerc, Christophe The AIFM`s Duties upon the Acquisition of Non-listed Firms, in: The Alternative Investment Fund Managers Directive, European Regulation of Alternative Investment Funds, herausgegeben von Dirk A. Zetzsche, 2012, Alphen aan den Rijn: Wolters Kluwer Law & Business, zit.: AIFMD, S. 575 – 591

- Clerc, Christophe / Deege, Jacques      The AIF Depository's Liability for Lost Assets, in: The Alternative Investment Fund Managers Directive, European Regulation of Alternative Investment Funds, herausgegeben von Dirk A. Zetzsche, 2012, Alphen aan den Rijn: Wolters Kluwer Law & Business, zit.: AIFMD, S. 447 – 454
- Demleitner, Andreas                              Aufsichtsrechtliche Folgen eines verkannten AIF, BB 2014, S. 2058 – 2061
- Demuth, Michael                                  Neue Produktkonstruktionen in der Welt der geschlossenen Fonds, AssCompact 03/2013, S. 70 – 73
- Deppe, Stefab                                      Der Graue Kapitalmarkt, in: Bank- und Kapitalmarktrecht, Handbuch für Fachanwaltschaft und Bankpraxis, herausgegeben von Eckhard M. Theween, 2010, Bank-Verlag: Köln, S. 589 – 628
- Dornseifer, Frank                                  Hedge Funds and Systemic Risk Reporting, in: The Alternative Investment Fund Managers Directive, European Regulation of Alternative Investment Funds, herausgegeben von Dirk A. Zetzsche, 2012, Alphen aan den Rijn: Wolters Kluwer Law & Business, zit.: AIFMD, S. 557 – 574
- Dornseifer, Frank / Jesch, Thomas / Klebeck, Ulf / Tollmann, Claus (Hrsg.)      AIFM-Richtlinie, Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds mit Bezügen zum KAGB-E, Kommentar, 2013, München: Beck, zit.: AIFM-RL
- Dühn, Matthias                                      Schadensersatzhaftung börsennotierter Aktiengesellschaften für fehlerhafte Kapitalmarktinformationen: de lege lata und de lege ferenda, 2003, zugl.: Osnabrück, Univ., Diss., 2003, Frankfurt a.M. u.a.: Peter Lang
- Duhnkrack, Stefan / Hasche, Daniela      Das neue Anlegerschutzverbesserungsgesetz und seine Auswirkungen auf Emissionshäuser und geschlossene Fonds, DB 2004, S. 1351 – 1355
- Ebenroth, Carsten Thomas (Begr.) / Boujong, Karlheinz (Begr.) / Joost, Detlev (Begr., Hrsg.) / Strohn, Lutz (Hrsg.)      Handelsgesetzbuch, Band 2, §§ 343 – 475h, Transportrecht, Bank- und Börsenrecht, 2. Auflage 2009, München: Beck

- Ehricke, Harry H. Zur zivilrechtlichen Prospekthaftung der Emissionsbanken gegenüber dem Wertpapieranleger, DB 1980, S. 2429 – 2432
- Einsele, Dorothee Bank- und Kapitalmarktrecht, Nationale und Internationale Bankgeschäfte, 3. Auflage 2014, Tübingen: Mohr Siebeck
- Einsele, Dorothee Der Anlegerschutz bei der Investmentaktiengesellschaft, AG 2011, S. 141 – 154
- Ellenberger, Jürgen Die Börsenprospekthaftung nach dem Dritten Finanzmarktförderungsgesetz, in: Bankrecht – Schwerpunkte und Perspektiven: Festschrift für Herbert Schimansky, herausgegeben von Norbert Horn, Hans-Jürgen Lwowski und Gerd Nobbe, 1999, Köln: RWS, zit.: Festschrift Schimansky, S. 591 – 611
- Elsen, Robert / Jäger, Lars Die Nachtragspflicht gemäß § 11 Verkaufsprospektgesetz unter Berücksichtigung der aktuellen Entwicklungen auf dem Kapitalmarkt, BKR 2009, S. 190 – 194
- Elser, Thomas / Stadler, Rainer Der Referentenentwurf zum AIFM-Steuer-Anpassungsgesetz – Ausweitung und Verschärfung der Besteuerung nach dem InvStG, DStR 2012, S. 2561 – 2569
- Elser, Thomas / Stadler, Rainer Entschärfter Kabinettsentwurf zur Anpassung des Investmentsteuergesetzes an das AIFM-Umsetzungsgesetz verabschiedet, DStR 2013, S. 225 – 227
- Elser, Thomas / Stadler, Rainer Einschneidende Änderungen der Investmentbesteuerung nach dem nunmehr in Kraft getretenen AIFM-Steuer-Anpassungsgesetz, DStR 2014, S. 233 – 241
- Emde, Thomas / Dornseifer, Frank / Dreibus, Alexandra / Hölscher, Luise Investmentgesetz mit Bezügen zum Kapitalanlagegesetzbuch, Kommentar, 2013, München: Beck, zit.: InvG
- Emde, Thomas / Dreibus, Alexandra Der Regierungsentwurf für ein Kapitalanlagegesetzbuch, BKR 2013, S. 89 – 102
- Epping, Volker (Hrsg.) / Hillgruber, Christian (Hrsg.) Beck'scher Online-Kommentar GG, Stand: 01.09.2014, Edition 22, München: Beck

- Erbs, Georg (Begr.) / Kohlhaas, Max (vormals Hrsg.) / Ambs, Friedrich (Hrsg.) Strafrechtliche Nebengesetze mit Straf- und Bußgeldvorschriften des Wirtschafts- und Verwaltungsrechts, Kommentar, Loseblatt, 171. Ergänzungslieferung 06/2008, München: Beck, zit.: Strafrechtliche Nebengesetze
- Escher, Markus Die Regulierung der geschlossenen Fonds im Kapitalanlagegesetzbuch, in: Bankenregulierung, Insolvenzrecht, Kapitalanlagegesetzbuch, Honorarberatung, Bankrechtstag 2013, herausgegeben von Mathias Habersack, Peter O. Mülbert, Gerd Nobbe und Arne Wittig, 2014, Berlin u.a.: de Gruyter, S. 123 – 156
- Evers, Jürgen / Stallbaum, Sascha Alexander Der graue Markt wird weiß, Versicherungswirtschaft 2011, S. 505
- Ewers, Claudia Bundestag beschließt AIFM-Umsetzungsgesetz, Neue Regelungen zu Anlagebedingungen und Vertrieb von AIFs, BaFin Journal 06/2013, S. 17 – 20
- Feldhaus, Heiner-Georg / Veith, Amos (Hrsg.) Frankfurter Kommentar zu Private Equity, Darstellung der Grundlagen des Private-Equity-Geschäfts und Kommentierung des WKBG und des UBGG, 1. Auflage 2009, Frankfurt a.M.: Recht und Wirtschaft
- Fischer zu Cramburg, Ralf Hedgefonds und Private Equity: EU-Parlament fordert Änderungen am Richtlinienentwurf der Kommission, NZG 2010, S. 101
- Fischer, Carsten Die Investmentaktiengesellschaft aus aufsichtsrechtlicher und gesellschaftsrechtlicher Perspektive, 2008, zugl.: Frankfurt a.M., Univ., Diss, 2007, Frankfurt a.M. u.a.: Lang
- Fischer, Carsten / Friedrich, Till Investmentaktiengesellschaft und Investmentkommanditgesellschaft unter dem Kapitalanlagegesetzbuch, ZBB 2013, S. 153 – 163
- Fischer, Michael Die Reform des Rechts der Unternehmensbeteiligungsgesellschaften, WM 2008, S. 857 – 860
- Fleischer, Holger Prospektpflicht und Prospekthaftung für Vermögensanlagen des Grauen Kapitalmarkts nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, BKR 2004, S. 339 – 347

- Fleischer, Holger (Kapitalmarktrechtliches Teil-) Gutachten F, in: Verhandlungen des 64. Deutschen Juristentages Berlin 2002, Band I, Gutachten / Teile F und G – Abteilung Wirtschaftsrecht: Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?, herausgegeben von der ständigen Deputation des deutschen Juristentages, 2002, München: Beck, zit.: Verhandlungen des 64. DJT, F 13 – F 141
- Fleischmann, Hans Gunnar Der 5. Bauherren-Erlass - das Ende aller Fonds-Modelle?, Anmerkungen zum Entwurf eines neuen Bauherren- und Fonds-Erlasses, DStR 2002, S. 1293 – 1295
- Fleischmann, Hans Gunnar / Meyer-Scharenberg, Dirk Endlich veröffentlicht: Der neue Bauherren- und Fondserlass, DStR 2004, S. 20 – 24
- Förster, Heinrich H. Die Prospekthaftung der organisierten und grauen Kapitalmärkte, 2002, zugl.: Gießen, Univ., Diss., 2002, Frankfurt a.M.: Peter Lang
- Förster, Wolfgang / Hertrampf, Urte Das Recht der Investmentfonds, Europarechtlicher Rahmen und nationale Gesetzgebung, 3. Aufl. 2001, Neuwied u.a.: Luchterhand
- Fragos, Nikolaos Das neue europäische und deutsche Investmentrecht, Die Änderungen in Folge der neuen OGAW-Richtlinie und des Investmentgesetzes, 2006, zugl.: Köln, Univ., Diss., 2005, Frankfurt a.M.: Lang
- Franken, Raimund Medienfondskonzepte und ihre Analyse, in: Handbuch Finanz- und Vermögensberatung, herausgegeben von Gert Moritz, 1. Auflage 2004, Wiesbaden: Gabler/GWV, zit.: HB Finanz- und Vermögensberatung, S. 287 – 308
- Freitag, Robert Die "Investmentkommanditgesellschaft" nach dem Regierungsentwurf für ein Kapitalanlagegesetzbuch, NZG 2013, S. 329 – 335
- Frick, Jürg Umsetzung der AIFM-Drittstaatenregelung in der Schweiz, in: Private Equity III, Struktur und Regulierung von Private Equity-Fonds und -Fondsmanagern im Lichte des revidierten KAG und der AIFM-RL, herausgegeben von Dieter Gericke, 2013, Zürich u.a.: Schulthess, zit.: Private Equity III, S. 77 – 131

- Friedl, Sven Das neue Wagniskapitalbeteiligungsgesetz (WKBG), WM 2009, S. 1828 – 1834
- Gänßler, Jaga AIFM-Umsetzungsgesetz, Regelungen für Verwalter alternativer Investmentfonds: Definitionen, Begriffe und Übergangsvorschriften, BaFin Journal 04/2013, S. 18 – 21
- Geurts, Matthias / Schubert, Leif Folgen der Neudefinition geschlossener Fonds, WM 2014, S. 2154 – 2160
- Görke, Oliver / Ruhl, Alexander Neuregelung der offenen Immobilienfonds nach dem Regierungsentwurf des Kapitalanlagegesetzbuches: Bestandsaufnahme und erste Bewertung, BKR 2013, S. 142 – 148
- Groß, Wolfgang Kapitalmarktrecht: Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungs-Verordnung, zum Wertpapierprospektgesetz und zum Verkaufsprospektgesetz, 4. Auflage 2009, München: Beck, zit.: KMR, 4. Aufl. 2009
- Groß, Wolfgang Kapitalmarktrecht: Kommentar zum Börsengesetz, zur Börsenzulassungs-Verordnung, zum Wertpapierprospektgesetz, 5. Auflage 2012, München: Beck, zit.: KMR
- Gruhn, Alice Nadine Mareike Die deutsche Investmentaktiengesellschaft – Ein Investmentfondsprodukt im Mantel der Aktiengesellschaft, 2011, zugl.: Freiburg i.Br., Univ., Diss., 2010, Berlin: Logos Verlag
- Grünke, Thomas KAGB mit neuen Möglichkeiten, Die Bank 2014, S. 58 – 59
- Gummert, Hans (Hrsg.) / Weipert, Lutz (Hrsg.) Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 2, Kommanditgesellschaft, GmbH & Co. KG, Publikums-KG, Stille Gesellschaft, 4. Auflage 2014, München: Beck, zit.: MüHB Gesellschaftsrecht II
- Gummert, Hans (Hrsg.) / Weipert, Lutz (Hrsg.) Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 1, BGB-Gesellschaft, Offene Handelsgesellschaft, Partnerschaftsgesellschaft, Partenreederei, EWIV, 4. Auflage 2014, München: Beck, zit.: MüHB Gesellschaftsrecht I

- Haar, Brigitte Anlegerschutz in geschlossenen Fonds – Kapitalmarkteffizienz, Behavioral Finance und Anlegerkoordination als Bausteine eines neuen Regulierungsparadigmas, in: Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010, Unternehmen, Markt und Verantwortung, Band 2, herausgegeben von Stefan Grundmann, Brigitte Haar, Hanno Merkt u.a., 2010, Berlin u.a.: de Gruyter, zit.: Festschrift Hopt, S. 1865 – 1891
- Habersack, Mathias / Mülbert, Handbuch der Kapitalmarktinformation, 1. Auflage 2008, München: Beck, zit.: HB Kapitalmarktinformation, 1. Aufl. 2008  
Peter O. / Schlitt, Michael  
(Hrsg.)
- Habersack, Mathias / Mülbert, Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2. Auflage 2013, München: Beck, zit.: HB Kapitalmarktinformation  
Peter O. / Schlitt, Michael  
(Hrsg.)
- Hagemann, Michael H. „Grauer“ Kapitalmarkt und Strafrecht, eine Untersuchung von Beteiligungen an geschlossenen Immobilienfonds, Microcapital und Penny Stocks, Commodity Funds, Commodity Pools und Bankgarantien unter besonderer Berücksichtigung der straf- und zivilrechtlichen Prospekthaftung und der Vorschriften des Gesetzes über das Kreditwesen, 2005, zugl.: Osnabrück, Univ., Diss., 2005, Göttingen: V&R unipress
- Hahn, Volker Die Versicherbarkeit von Prospekthaftungsansprüchen bei der Emission von geschlossenen Fonds, VersichR 2012, S. 393 – 399
- Haimann, Richard Von wegen Überregulierung – Geschlossene Fonds haben in Deutschland Freiheiten wie in kaum einem anderen Staat der EU. Ein Blick über die Grenzen, Financial Times Deutschland (FTD) v. 22.11.2011, S. 118
- Haisch, Martin L. / Helios, Marcus Investmentsteuerrechtsreform aufgrund AIFMD und KAGB, BB 2013, S. 23 – 33
- Hanten, Mathias / Reinholz, Das Vermögensanlagegesetz, ZBB 2012, S. 36 – 49  
Petra
- Hartrott, Sebastian / Goller, Sascha Immobilienfonds nach dem Kapitalanlagegesetzbuch, BB 2013, S. 1603 – 1612

Hartrott, Sebastian / Voigt, Frederik	Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts, RdF 2012, S. 87 – 94
Hasenkamp, Annabel	Die neue Prospektierungspflicht für Anbieter geschlossener Fonds, DStR 2004, S. 2154 – 2159
Hausbeck, Thomas	Die Haftung des Kapitalanlegers in der Insolvenz eines als Publikumsgesellschaft aufgelegten geschlossenen Immobilienfonds, 2012, zugl.: Chemnitz, Techn. Univ., Diss., 2012, Chemnitz: Verlag der GUC
Heidel, Thomas (Hrsg.)	Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 3. Auflage 2011, Baden-Baden: Nomos, zit.: Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2011
Heidel, Thomas (Hrsg.)	Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 4. Auflage 2014, Baden-Baden: Nomos
Heisterhagen, Christoph	Die gesetzliche Prospektierungspflicht für geschlossene Fonds nach dem Regierungsentwurf des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes, DStR 2004, S. 1089 – 1094
Heisterhagen, Christoph / Klei- nert, Jens	Neueste Entwicklungen und aktuelle Problemkreise im Bereich geschlossener Fonds, DStR 2004, S. 507 – 513
Henssler, Martin (Hrsg.) / Strohn, Lutz (Hrsg.)	Gesellschaftsrecht, BGB, HGB, PartGG, GmbHG, AktG, UmwG, GenG, IntGesR, 2. Auflage 2014, München: Beck
Herring, Frank / Loff, Detmar	Die Verwaltung alternativer Investmentvermögen nach dem KAGB-E, Bestimmung der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft, Master-AIF-KVG-Strukturen, Typenzwang und deren Auswirkungen auf die Verwaltung, DB 2012, S. 2029 – 2036
Holzborn, Timo	WpPG, Wertpapierprospektgesetz mit EU-Prospektverordnung und weiterführenden Vorschriften, Kommentar, 2. Auflage 2014, Berlin: Erich Schmidt, zit.: WpPG
Holzborn, Timo / Schwarz-Gon- dek, Nicolai	Die neue EU-Prospektrichtlinie, BKR 2003, S. 927 – 935

Hommelhoff, Peter	Börsenhandel von GmbH- und KG-Anteilen? Zu den Vorschlägen der Kommission „Zweiter Börsenmarkt“, ZHR 153 (1989), S. 181 – 215
Hooghiemstra, Sebastiaan	Depositary Regulation, in: The Alternative Investment Fund Managers Directive, European Regulation of Alternative Investment Funds, herausgegeben von Dirk A. Zetzsche, 2012, Alphen aan den Rijn: Wolters Kluwer Law & Business, zit.: AIFMD, S. 409 – 446
Hopfe, Rüdiger	Kapitalanlagegesetzbuch in Kraft: Umsetzung des neuen Vergütungssystems gegenüber den erfassten Angestellten notwendig, DB0604241 v. 30.07.2013
Hoppe, Tilman / Riedel, Dirk	Der Begriff „weiche Kosten“ in der Prospekthaftung, DB 2007, S. 1125 –1128
Hopt, Klaus J. / Voigt, Hans-Christoph (Hrsg.)	Prospekt- und Kapitalmarktinformationshaftung – Recht und Reform in der Europäischen Union, der Schweiz und den USA, 2005, Tübingen: Mohr Siebeck
Horan, Shelley	White Collar Crime, Money Laundering and Taxation, in: The Alternative Investment Fund Managers Directive, European Regulation of Alternative Investment Funds, herausgegeben von Dirk A. Zetzsche, 2012, Alphen aan den Rijn: Wolters Kluwer Law & Business, zit.: AIFMD, S. 109 – 136
Hübner, Jürgen	Immobilienanlagen unter dem KAGB, – Alte Fragen – neue Fragen – neue Antworten –, WM 2014, S. 106 – 115
Hüffer, Jens	Das Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz: Prospektpflicht und Anlegerschutz, 1996, zugl.: Bonn, Univ., Diss., 1995, Köln u.a.: Carl Heymanns
Hüffer, Uwe / Koch, Jens	Aktienrecht, 11. Auflage 2014, München: Beck, zit.: AktG
Insam, Alexander / Heisterhagen, Christoph / Hinrichs, Lars	Neue Vergütungsregelungen für Manager von Kapitalverwaltungsgesellschaften: Variable Vergütung (to be) reloaded, DStR 2014, S. 913 – 919

Institut der Wirtschaftsprüfer	IDW Standard: Grundsätze ordnungsmäßiger Beurteilung von Verkaufsprospekten über öffentlich angebotene Vermögensanlagen (IDW S 4) (Stand: 18.05.2006), FN-IDW 2006, S. 489 – 497
Institut der Wirtschaftsprüfer	Zweifelsfragen im Zusammenhang mit IDW S 4, FN-IDW 2003, S. 129 – 131
Jäger, Lars	Vertrauen, Reputation und Compliance Management bei geschlossenen Fonds, in: Compliance für geschlossene Fonds, Praxis-Leitfaden für Anbieter, Vertrieb und Zweitmarkt, herausgegeben von Hartmut Renz, Lars Jäger und Gero Maas, 2013, Berlin: Erich Schmidt, S. 1 – 26
Jäger, Lars / Maas, Gero / Renz, Hartmut T.	Compliance bei geschlossenen Fonds – Ein Überblick, CCZ 2014, S. 63 – 74
Jäger, Lars / Maas, Gero / Renz, Hartmut T.	Neue Rahmenbedingungen: Ein Ausblick auf das Fondsgeschäft 2014, ZfgK 2014, S. 64 – 68
Jahn, Joachim	Mehr Schutz vor Bilanzskandalen, ZRP 2003, S. 121 – 124
Jesch, Thomas A.	BB-Gesetzgebungs- und Rechtsprechungsreport zur Fondsregulierung 2012, BB 2012, S. 2895 – 2901
Jesch, Thomas A. / Aldinger, Adrian	EU-Verordnungsvorschlag über Europäische Risikokapitalfonds (EuVECA) – Wer wagt, gewinnt?, RdF 2012, S. 217 – 224
Jesch, Thomas A. / Alten, Klaus	Erlaubnisantrag für Kapitalverwaltungsgesellschaften nach §§ 21 ff. KAGB – bisherige Erkenntnisse und offene Fragen, RdF 2013, S. 191 – 200
Jesch, Thomas A. / Geyer, Frank	Die Übergangsbestimmung der AIFM-Richtlinie, BKR 2012, S. 359 – 363
Jesch, Thomas A. / Haug, Felix	Das neue Investmentsteuerrecht, DStZ 2013, S. 771 – 781
Jesch, Thomas A. / Haug, Felix	Das neue Investmentsteuergesetz: Nach der Reform ist vor der Reform, DStZ 2014, S. 345 – 352
Jesch, Thomas A. / Klebeck, Ulf	BB-Gesetzgebungs- und Rechtsprechungsreport zur Fondsregulierung 2011, BB 2011, S. 1866 – 1873

- Jesch, Thomas A. / Klebeck, Ulf / Dobrauz-Saldapenna, Günther Investmentrecht, Handbuch zum Investmentrecht in Deutschland, Österreich, Schweiz, Luxemburg und Liechtenstein, 2014, Beck: München
- Jesch, Thomas A. / Siemko, Sabrina BB-Gesetzgebungs- und Rechtsprechungsreport zur Fondsregulierung 2014, BB 2014, S. 3075 – 3087
- Jesch, Thomas A. / Striegel, Andreas / Boxberger, Lutz / Jugel, Stefan Rechtshandbuch Private Equity, 2010, München: Beck  
Private Equity Investments, Praxis des Beteiligungsmanagements, 2. Auflage 2008, Wiesbaden: Gabler
- Just, Clemens / Voß, Thorsten / Ritz, Corinna / Zeising, Michael Wertpapierprospektgesetz (WpPG) und EU-Prospektverordnung, 2009, München: Beck, zit.: WpPG
- Kapteina, Matthias / Davis, Christopher Die ordnungsgemäße Verwahrung durch Verwahrstellen und Unterverwahrer nach dem neuen Kapitalanlagegesetzbuch, WM 2013, S. 1977 – 1983
- Kastell, Peter Transparenz und Performance als Auswahlinstrument für geschlossene Fonds, in: Handbuch Finanz- und Vermögensberatung, herausgegeben von Gert Moritz, 1. Auflage 2004, Wiesbaden: Gabler/GWV, zit.: HB Finanz- und Vermögensberatung, S. 187 – 197
- Katzorke, Björn / Gündel, Christina Novellierung des Prospektrechts, Änderungen für Emittenten und Anbieter, VentureCapital Magazin 11/2011, S. 46 – 47
- Kempf, Tillman / Seledina, Kristina Die neuen Fondskategorien im Investmentsteuerrecht, SteuK 2014, S. 467 – 471
- Keßler, Jürgen Anlegererschutz und Kapitalmarkteffizienz – eine ökonomische Analyse, in: Jürgen Keßler, Hans-W. Micklitz, Anlegererschutz in Deutschland, Schweiz, Großbritannien, USA und der Europäischen Gemeinschaft, 1. Auflage 2004, Baden-Baden, Nomos, zit.: Anlegererschutz in Deutschland, S. 11 – 52
- Keunecke, Ulrich Prospekte im Kapitalmarkt, Anforderungen, Prospekthaftung bei geschlossenen Fonds, Investmentfonds, Wertpapieren und Übernahmeangeboten, 2. Auflage 2009, Berlin: Erich Schmidt

Kind, Sebastian / Haag, Alexander	Der Begriff des Alternative Investment Fund nach der AIFM-Richtlinie – geschlossene Fonds und private Vermögensanlagegesellschaften im Anwendungsbereich?, DStR 2010, S. 1526 – 1530
Kittner, Oliver	Das Erfordernis der Einreichung vollständiger Unterlagen gem. § 2 c KWG – Vorschläge für ein effektives Inhaberkontrollverfahren, BKR 2012, S. 499 – 505
Klaffke, Martin	Anlagebetrug am Grauen Kapitalmarkt, Theoriebasierte empirische Analyse aus ökonomischer Perspektive, 1. Auflage 2002, zugl.: Bamberg, Univ., Diss., 2002, Wiesbaden: Dt. Universitäts-Verlag
Klaffke, Martin	Verbesserungspotenzial bei der Bekämpfung von Anlagebetrug im Bereich der Justiz – Grauer Kapitalmarkt, ZRP 2003, S. 450 – 453
Klebeck, Ulf	Neue Richtlinie für Verwalter von alternativen Investmentfonds?, DStR 2009, S. 2154 – 2160
Klebeck, Ulf / Kolbe, Sebastian	Aufsichts- und Arbeitsrecht im KAGB, BB 2014, S. 707 – 714
Klebeck, Ulf / Zollinger, Peter Felix	Compliance-Funktion nach der AIFM-Richtlinie, BB 2013, S. 458 – 464
Klöhn, Lars	Grund und Grenzen der Haftung wegen unterlassener Prospektveröffentlichung gem. § 24 WpPG, § 21 VermAnlG, DB 2012, S. 1854 – 1860
Kloyer, Andreas	Strukturierung von geschlossenen Fonds in Deutschland vor dem Hintergrund der Regelungen des KAGB, in: Das neue Kapitalanlagegesetzbuch: Tagung vom 14./15. Juni 2013 in Augsburg, herausgegeben von Thomas M. J. Möllers und Andreas Kloyer, 2013, München: Beck, zit.: KAGB Tagungsband, S. 313 – 329
Kloyer, Andreas	Der Anwendungsbereich des KAGB nach § 1 Abs. 1 des Gesetzes in der Beratungspraxis, in: Das neue Kapitalanlagegesetzbuch: Tagung vom 14./15. Juni 2013 in Augsburg, herausgegeben von Thomas M. J. Möllers und Andreas Kloyer, 2013, München: Beck, zit.: KAGB Tagungsband, S. 97 – 109

Knorr, Sonja / Möller, Steffen	Neue Gesetze und ihre Folgen für die Fondsbranche, Immobilien & Finanzierung 04/2012, S. 119 – 121
Kobabe, Rolf	Geschlossene Fonds in Deutschland nach den Regelungen des KAGB, in: Das neue Kapitalanlagegesetzbuch: Tagung vom 14./15. Juni 2013 in Augsburg, herausgegeben von Thomas M. J. Möllers und Andreas Kloyer, 2013, München: Beck, zit.: KAGB Tagungsband, S. 331 – 362
Kobbach, Jan / Anders, Dietmar	Umsetzung der AIFM-Richtlinie aus Sicht der Verwahrstellen, NZG 2012, S. 1170 – 1172
Koch, Jens	Grenzen des informationsbasierten Anlegerschutzes, Die Gratwanderung zwischen angemessener Aufklärung und information overload, BKR 2012, S. 485 – 493
Koch, Raphael	Das Kapitalanlagegesetzbuch: Neue Rahmenbedingungen für Private-Equity-Fonds – Transparenz, gesellschaftsrechtliche Maßnahmen und Finanzierung, WM 2014, S. 433 – 438
Koch, Raphael	Die Neuordnung von Private Equity durch das KAGB, in: Das neue Kapitalanlagegesetzbuch: Tagung vom 14./15. Juni 2013 in Augsburg, herausgegeben von Thomas M. J. Möllers und Andreas Kloyer, 2013, München: Beck, zit.: KAGB Tagungsband, S. 111 – 129
König, Markus	Anlegerschutz im Investmentrecht, 1998, zugl.: Osnabrück, Univ., Diss., 1998, Wiesbaden: Gabler Verlag, Deutscher Universitäts-Verlag
Kort, Michael	Die Regelung von Risikomanagement und Compliance im neuen KAGB, Vorbild für alle Kapitalgesellschaften?, AG 2013, S. 582 – 588
Kort, Michael / Lehmann, Erik	Risikomanagement und Compliance im neuen KAGB – juristische und ökonomische Aspekte, in: Das neue Kapitalanlagegesetzbuch: Tagung vom 14./15. Juni 2013 in Augsburg, herausgegeben von Thomas M. J. Möllers und Andreas Kloyer, 2013, München: Beck, zit.: KAGB Tagungsband, S. 197 – 220
Kramer, Robert / Recknagel, Ralf	Die AIFM-Richtlinie – Neuer Rechtsrahmen für die Verwaltung alternativer Investmentfonds, DB 2011, S. 2077 – 2084

- Krause, Martin / Klebeck, Ulf      Family Office und AIFM-Richtlinie, Zugleich eine Suche nach dem Regelungsadressat der AIFM-Richtlinie, BB 2012, S. 2063 – 2068
- Krause, Martin / Klebeck, Ulf      Fonds(anteils)begriff nach der AIFM-Richtlinie und dem Entwurf des KAGB, RdF 2013, S. 4 – 12
- Kullmann, Walburga / Müller-Deku, Tobias      Die Bekanntmachung zum Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz, WM 1996, S. 1989 – 1996
- Kümpel, Siegfried (Begr.) / Wittig, Arne (Hrsg.)      Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Auflage 2011, Köln: Otto Schmidt
- Kümpel, Siegfried / Hammen, Horst / Ekkenga, Jens (Hrsg.)      Kapitalmarktrecht, Handbuch für die Praxis, Systemische Sammlung der Gesetze, Verordnungen, behördlichen Verlautbarungen sowie Einführungen und Kurzerläuterungen, Band 1, 2014, Loseblatt, Berlin: Erich Schmidt, zit.: KMR
- Kuper, Magdalena      Die einschlägigen Rechtsquellen – die Level 2-Maßnahmen zur AIFM-Richtlinie, in: Das neue Kapitalanlagegesetzbuch: Tagung vom 14./15. Juni 2013 in Augsburg, herausgegeben von Thomas M. J. Möllers und Andreas Kloyer, 2013, München: Beck, zit.: KAGB Tagungsband, S. 51 – 60
- Kurz, Antje-Irina      Vertrieb von Finanzprodukten in Deutschland, Überblick über die Anforderungen an den Vertrieb von Finanzprodukten nach KWG, Vermögensanlagegesetz und KAGB-E, DB 2013, S. 501 – 507
- Lamers, Norbert      Teil 1: Die neue Finanzvermittlerregulierung, Weichen stellen und Chancen nutzen, KURS 10/2012, S. 18 – 20
- Lang, Astrid      Die Stellung des Anlegergesellschafters im Filmfonds, 2005, zugl.: Marburg, Univ., Diss., 2005, München: Beck
- Lang, Norbert      Das Investmentgesetz – Kein großer Wurf, aber ein Schritt in die richtige Richtung –, WM 2004, S. 53 – 59
- Langenbacher, Katja      Anlegerschutz, Ein Bericht zu theoretischen Prämissen und legislativen Instrumenten, ZHR 177 (2013), S. 679 – 702

- Ledermann, Thomas / Marxsen, Sven  
Zweitmarkthandel im Wandel der Zeit, in: Compliance für geschlossene Fonds, Praxis-Leitfaden für Anbieter, Vertrieb und Zweitmarkt, herausgegeben von Hartmut Renz, Lars Jäger und Gero Maas, 2013, Berlin: Erich Schmidt, S. 165 – 181
- Lehmann, Matthias / Manger-Nestler, Cornelia  
Das neue Europäische Finanzaufsichtssystem, ZBB 2011, S. 2 – 24
- Lehmann, Matthias / Manger-Nestler, Cornelia  
Die Vorschläge zur neuen Architektur der europäischen Finanzaufsicht, EuZW 2010, S. 87 – 92
- Leible, Stefan / Lehmann, Matthias  
Das MoRaKG – ein zeitgemäßes Private-Equity-Gesetz für Deutschland?, NZG 2008, S. 729 – 734
- Lenenbach, Markus  
Kapitalmarktrecht und kapitalmarktrelevantes Gesellschaftsrecht, 2. Auflage 2010, Köln: RWS, zit.: KMR
- Leuering, Dieter  
Die Neuordnung der gesetzlichen Prospekthaftung, NJW 2012, S. 1905 – 1910
- Liebscher, Thomas / Ott, Nicolas  
Die Regulierung der Finanzmärkte – Reformbedarf und Regelungsansätze des deutschen Gesetzgebers im Überblick, NZG 2010, S. 841 – 846
- Loff, Detmar / Klebeck, Ulf  
Fundraising nach der AIFM-Richtlinie und Umsetzung in Deutschland durch das KAGB, BKR 2012, S. 353 – 359
- Loritz, Karl-Georg / Rickmers, Benedikt  
Unternehmensfinanzierung im Kapitalmarkt und Kapitalanlagegesetzbuch bei operativ tätigen Unternehmen, NZG 2014, S. 1241 – 1250
- Loritz, Karl-Georg / Uffmann, Katharina  
Der Geltungsbereich des Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB) und Investmentformen außerhalb desselben, – Erste Überlegungen, auch zum Auslegungsschreiben der BaFin vom 14.6.2013 –, WM 2013, S. 2193 – 2203
- Loritz, Karl-Georg / Wagner, Klaus-R.  
Geschlossene Fonds: Prospektdarstellung von "weichen" Kosten und Anlageberatungspflichten in der Rechtsprechung des BGH vor dem 1.7.05 und danach, NZG 2013, S. 367 – 373

Lüdicke, Jochen / Arndt, Jan-Holger	Geschlossene Fonds, Rechtliche, steuerliche und wirtschaftliche Fragen bei Immobilien-, Film-, Schiffs-, Windenergie-, Private-Equity- und Lebensversicherungsfonds, 4. Auflage 2007, München: Beck, zit.: Geschlossene Fonds, 4. Aufl.
Lüdicke, Jochen / Arndt, Jan-Holger	Geschlossene Fonds, Rechtliche, steuerliche und wirtschaftliche Aspekte von Immobilien-, Schiffs-, Flugzeug-, Solarenergie- sowie Private-Equity-Fonds und anderen geschlossenen Fondsprodukten mit einem Exkurs Offene Fonds, 6. Auflage 2013, München: Beck, zit.: Geschlossene Fonds
Lüßmann, Lars-Gerrit	Die Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM) und ihre Auswirkungen auf Hedge-Fonds, DB 2010, S. 87 – 88
Maas, Gero	Risiken bei der Emission geschlossener Fonds aufgrund aufsichtsrechtlicher Regularien, in: Compliance für geschlossene Fonds, Praxis-Leitfaden für Anbieter, Vertrieb und Zweitmarkt, herausgegeben von Hartmut Renz, Lars Jäger und Gero Maas, 2013, Berlin: Erich Schmidt, S. 103 – 148
Maas, Gero / Jäger, Lars	Geschlossene Fonds – Änderung im Prüfungsmaßstab und weitere Aspekte der Neuregulierung, BKR 2010, S. 316 – 320
Maas, Gero / Voß, Thorsten	Nachträge bei Vermögensanlagen-Verkaufsprospekten, BB 2008, S. 2302 – 2311
Manzei, Daniela	Einzelne Aspekte der Prospektspflicht am Grauen Kapitalmarkt, WM 2006, S. 845 – 851
Mardini, Tarek	Steuerliche Fallstricke beim Zweiterwerb geschlossener Fondsbeiträgen (Fund Secondaries), DB0670812 v. 26.09.2014
Mardini, Tarek	10 Jahre BMF-Schreiben zu Private Equity Fonds – seltene Kontinuität im Steuerrecht, DB0646238 v. 03.01.2014
Mardini, Tarek	Gewerbliche Prägung und Entprägung von geschlossenen Fonds – sticht Aufsichtsrecht das Steuerrecht?, DB0662555 v. 20.05.2014

- Märker, Klaus / Hillesheim, Rainer Brennpunkt Finanzkrise: Anlegerschutz in Deutschland, ZRP 2009, S. 65 – 69
- Marx, Franz Jürgen / Schleifer, Christian Aktuelle Problembereiche des IDW S 4 und der gesetzlichen Prospektierungsregelungen für geschlossene Fonds, BB 2007, S. 258 – 265
- Mattil, Peter Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts, DB 2011, S. 2533 – 2537
- Maunz, Theodor (Begr.) / Dürig, Günter (Begr.) / Herzog, Roman (Hrsg.) Grundgesetz Kommentar, Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland, Loseblatt, 71. Ergänzungslieferung 2014, München: Beck
- Meixner, Rüdiger AIFM-Umsetzungsgesetz mit Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB), ZAP Fach 8, S. 489 – 498
- Melvan, Katarina Die AIFM-Richtlinie in Deutschland – positiver Ausblick oder schwer zu überwindende Hürde?, ZfgK 2012, S. 807 – 809
- Merkt, Hanno Fallen REIT-Aktiengesellschaften unter das KAGB?, BB 2013, S. 1986 – 1996
- Meyer-Scharenberg, Dirk Zur Anwendbarkeit des fünften Bauherrenerlasses auf Blindpools, DStR 2004, S. 1729 – 1732
- Miller, Nina Das Haftungsrecht als Instrument der Kontrolle von Kapitalmärkten, Eine vergleichende Analyse, 2003, zugl.: Konstanz, Univ., Diss., 2002, Frankfurt a.M. u.a.: Peter Lang
- Möllers, Thomas M. J. Auf dem Weg zu einer neuen europäischen Finanzmarktaufsichtsstruktur – Ein systematischer Vergleich der Rating-VO (EG) Nr. 1060/2009 mit der geplanten ESMA-VO, NZG 2010, S. 285 – 290
- Möllers, Thomas M. J. Umfang und Grenzen des Anlegerschutzes im Investmentgesetz – Der Trennungsgrundsatz und die Grenzen der Aufrechnung im InvG, BKR 2011, S. 353 – 366

- Möllers, Thomas M. J. Das Haftungssystem des KAGB, in: Das neue Kapitalanlagegesetzbuch: Tagung vom 14./15. Juni 2013 in Augsburg, herausgegeben von Thomas M. J. Möllers und Andreas Kloyer, 2013, München: Beck, zit.: KAGB Tagungsband, S. 247 – 267
- Möllers, Thomas M. J. / Hailer, Sabrina Management- und Vertriebsvergütungen bei Alternativen Investmentfonds – Überlegungen zur Umsetzung der Vergütungsvorgaben der AIFM-RL in das deutsche Recht, ZBB 2012, S. 178 – 193
- Möllers, Thomas M. J. / Harrer, Andreas / Krüger, Thomas C. Die Regelung von Hedgefonds und Private Equity durch die neue AIFM-Richtlinie, WM 2011, S. 1537 – 1544
- Möllers, Thomas M. J. / Poppele, Mauritz Christopher Paradigmenwechsel durch MiFID II: divergierende Anlegerleitbilder und neue Instrumentarien wie Qualitätskontrolle und Verbote, ZGR 2013, S. 437 – 481
- Möllers, Thomas M. J. / Seidenschwann, Sabine Das neue Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) – Großer Wurf oder historische Schule des 19. Jahrhunderts, in: Das neue Kapitalanlagegesetzbuch: Tagung vom 14./15. Juni 2013 in Augsburg, herausgegeben von Thomas M. J. Möllers und Andreas Kloyer, 2013, München: Beck, zit.: KAGB Tagungsband, S. 1 – 19
- Moritz, Hans / Grimm, Paul Licht im Dunkel des "Grauen Marktes"? – Aktuelle Bestrebungen zur Novellierung des Verkaufsprospektgesetzes, BB 2004, S. 1352 – 1357
- Moritz, Hans / Grimm, Paul Die Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung: Inhaltliche Anforderungen an Verkaufsprospekte geschlossener Fonds, BB 2005, S. 337 – 343
- Müchler, Henny Die neuen Kurzinformationsblätter – Haftungsrisiken im Rahmen der Anlageberatung, WM 2012, S. 974 – 983
- Mujan, Susanne Neue Anforderungen an Boni in Fonds- und Portfolioverwaltungen – Institutsvergütungsverordnung 2.0? – zum Kapitalanlagegesetzbuch zwecks Umsetzung der AIFM-Richtlinie –, BB 2013, S. 1653 – 1659
- Mülbert, Peter O. Aktiengesellschaft, Unternehmensgruppe und Kapitalmarkt, Die Aktionärsrechte bei Bildung und Umbildung einer Unternehmensgruppe zwischen Verbands- und Anlegerschutzrecht, 1995,





- Rotter, Klaus Neues Recht für geschlossene Fonds, in: Stärkung des Anlegerschutzes, Neuer Rechtsrahmen für Sanierungen, Bankrechtstag 2011, 1. Auflage 2011, Berlin: De Gruyter, zit.: Bankrechtstag 2011, Stärkung des Anlegerschutzes, S. 55 – 78
- Rötting, Michael / Lang, Christina Das Lamfalussy-Verfahren im Umfeld der Neuordnung der europäischen Finanzaufsichtsstrukturen, Entwicklung und Ablauf, EuZW 2012, S. 8 – 14
- Saenger, Ingo / Aderhold, Lutz / Lenkaitis, Karlheinz / Speckmann, Gerhard (Hrsg.) Handels- und Gesellschaftsrecht, Praxishandbuch, 2. Auflage 2011, Baden-Baden: Nomos
- Sandkühler, Hans-Ludger Bundestag verabschiedet Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts, AssCompact 12/2011, S. 108 – 109
- Schäfer, Frank A. Emission und Vertrieb von Wertpapieren nach dem Wertpapierverkaufsprospektgesetz, ZIP 1991, S. 1557 – 1565
- Schäfer, Frank A. (Hrsg.) Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz mit BörsZulV, Verkaufsprospektgesetz mit VerkProspV, Kommentar, 1999, Stuttgart: Kohlhammer, zit.: WpHG/BörsG/VerkProspG
- Schäfer, Frank A. / Hamann, Uwe (Hrsg.) Kapitalmarktgesetze, Wertpapierhandelsgesetz, Börsengesetz mit BörsZulV, Wertpapierprospektgesetz, Kommentar, Loseblatt, Band 2, 2. Auflage einschließlich 7. Lieferung (Stand 1/2013), Stuttgart: Kohlhammer
- Scharwies, Michael Der 5. Bauherrenerlass – Mögliche Auswege für die Gestaltung von geschlossenen Immobilienfonds, Zukünftige Gestaltung von geschlossenen Immobilienfonds vor dem Hintergrund des BMF-Schreibens vom 20.10.2003 (5. Bauherrenerlass), BB 2004, S. 295 – 299
- Schiefer, Christina Rechtsformen der Publikumsgesellschaften und Sonderrecht der Publikums-KG (Teil I), DStR 1997, S. 119 – 124
- Schiemann, Gottfried Anmerkung zu BGH, Urt. v. 21.10.1991 – II ZR 204/90, EWIR 1992, S. 33 – 34

- Schimansky, Herbert / Bunte, Hermann-Josef / Lwowski, Hans-Jürgen (Hrsg.) Bankrechts – Handbuch, 4. Auflage 2011, Band I, München: Beck, zit.: Bankrechts-HB
- Schindele, Matthäus Der Grundsatz der Prospektverständlichkeit am Beispiel des Börsenzulassungsprospekts für den amtlichen Markt – eine Studie zur deutschen und US-amerikanischen Rechtslage, 2008, zugl.: Augsburg, Univ., Diss., 2007, München: Herbert Utz
- Schlee, Alexander / Maywald, Ian M. PIB: Ein neues Risiko im Rahmen der Prospekthaftung?, BKR 2012, S. 320 – 328
- Schmidt, Karsten Gesellschaftsrecht, 4. Auflage 2002, Köln: Heymann
- Schmidt, Karsten (Hrsg.) Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch, Band 3, Zweites Buch: Handelsgesellschaften und Stille Gesellschaft, Zweiter Abschnitt: Kommanditgesellschaft, Dritter Abschnitt: Stille Gesellschaft, §§ 161 – 237, Konzernrecht der Personengesellschaften, 3. Auflage 2012, München: Beck, zit.: MüKo-HGB, Bd. 3
- Schmidt, Karsten (Hrsg.) Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch, Band 2, Zweites Buch, Handelsgesellschaften und stille Gesellschaft, Erster Abschnitt, Offene Handelsgesellschaft, §§ 105 – 160, 3. Auflage 2011, München: Beck, zit.: MüKo-HGB, Bd. 2
- Schnauder, Franz Das neue Prospekthaftungsregime bei geschlossenen Publikums-AIF (Alternative Investmentfonds), jurisPR-BKR 10/2013 Anm. 1
- Schnauder, Franz Regimewechsel im Prospekthaftungsrecht bei geschlossenen Publikumsfonds, NJW 2013, S. 3207 – 3213
- Schneider, Joachim Der Anwendungsbereich des neuen KAGB, in: Das neue Kapitalanlagegesetzbuch: Tagung vom 14./15. Juni 2013 in Augsburg, herausgegeben von Thomas M. J. Möllers und Andreas Kloyer, 2013, München: Beck, zit.: KAGB Tagungsband, S. 79 – 95
- Schott, Konrad / Brinkmann, Jan Entwurf des Gesetzes zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts – Neuerungen für geschlossene Fonds, RdF 2011, S. 238 – 245

- Schröder, Oliver / Rahn, Alexander  
Das KAGB und Private-Equity-Transaktionen – Pflichten für Manager von Private-Equity-Fonds und deren Verwahrstellen, GWR 2014, S. 49 – 54
- Schuler, Susanne / Thiessen, Lars  
Rechtsfragen rund um notleidende Fonds, Rechtsfragen des Verbraucherkreditgeschäfts, - Bericht über den Bankrechtstag am 27. Juni 2014 in Frankfurt a. M. -, WM 2014, S. 1557 – 1567
- Schwark, Eberhard / Zimmer, Daniel  
Kapitalmarktrechts-Kommentar (Börsengesetz mit Börsenzulassungsverordnung, Verkaufsprospektgesetz mit Verkaufsprospektverordnung, Wertpapierhandelsgesetz, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz), 4. Auflage 2010, München: Beck, zit.: KMR
- Schwartz, Gerhard  
Anlegerschutz im Freiverkehr, Überprüfung der Funktionsfähigkeit des Marktplatzes als Finanzierungsinstrument für kleinere und mittelständische Unternehmen, 1. Auflage 2008, zugl.: Augsburg, Univ., Diss., 2006, Baden-Baden: Nomos
- Schwarze, Jürgen  
Soft Law im Recht der Europäischen Union, EuR 2011, S. 3 – 19
- Seitz, Jochen / Juhnke, Adrian / Seibold, Sven  
PIBs, KIIDs und nun KIDs – Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Verordnung über Basisinformationsblätter für Anlageprodukte im Rahmen der PRIPs-Initiative, BKR 2013, S. 1 – 8
- Servatius, Wolfgang  
Verbesserter Anlegerschutz bei geschlossenen Fonds nach dem KAGB, ZfIR 2014, S. 134 – 142
- Sester, Peter  
Fallen Anteile an Geschlossenen Fonds unter den Wertpapierbegriff der MiFID bzw. des FRUG?, ZBB 2008, S. 369 – 383
- Siena, John  
Depositary Liability – A Fine Mess and How to Get Out of It, in: The Alternative Investment Fund Managers Directive, European Regulation of Alternative Investment Funds, herausgegeben von Dirk A. Zetsche, 2012, Alphen aan den Rijn: Wolters Kluwer Law & Business, zit.: AIFMD, S. 455 – 487
- Siering, Lea Maria / Izzo-Wagner, Anna  
„Praktische Hürden“ der EuVECA-Verordnung, BKR 2014, S. 242 – 244
- Simonis, Marco / Grabbe, Jan / Faller, Patrick  
Neuregelung der Fondsbesteuerung durch das AIFM-StAnpG, DB 2014, S. 16 – 22

Söhner, Matthias	Beteiligungstransparenz, Hebelfinanzierung und asset stripping nach der AIFM-Richtlinie, WM 2011, S. 2121 – 2127
Söhner, Matthias	Gläubigerschutz und Anlegerschutz vor Private-Equity- und Hedgefonds, 2012, zugl.: Göttingen, Univ., Diss., 2011, Berlin: Duncker & Humblot
Spindler, Gerald	Kapitalmarktreform in Permanenz – Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, NJW 2004, S. 3449 – 3455
Spindler, Gerald / Kasten, Roman A.	Änderungen des WpHG durch das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG), WM 2007, S. 1245 – 1249
Spindler, Gerald / Kasten, Roman A.	Der neue Rechtsrahmen für den Finanzdienstleistungssektor – die MiFID und ihre Umsetzung – Teil I –, WM 2006, S. 1749 – 1756
Spindler, Gerald / Tancredi, Sara	Die Richtlinie über Alternative Investmentfonds (AIFM-Richtlinie) – Teil I –, WM 2011, S. 1393 – 1405
Spindler, Gerald / Tancredi, Sara	Die Richtlinie über Alternative Investmentfonds (AIFM-Richtlinie) – Teil II –, WM 2011, S. 1441 – 1451
Sprengnether, Mirko / Wächter, Hans Peter	Risikomanagement nach dem Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB), WM 2014, S. 877 – 887
Staat, Sascha	Germany, in: The Alternative Investment Fund Managers Directive, European Regulation of Alternative Investment Funds, herausgegeben von Dirk A. Zetzsche, 2012, Alphen aan den Rijn: Wolters Kluwer Law & Business, zit.: AIFMD, S. 711 – 722
Staub, Hermann	Handelsgesetzbuch, Großkommentar, 2. Band (§§ 105 - 237), 4. Auflage 2004, Berlin: De Gruyter, zit.: Großkomm. HGB
Steinkopff, Philip	Compliancefragestellungen bei geschlossenen Fonds, in: Compliance für geschlossene Fonds, Praxis-Leitfaden für Anbieter, Vertrieb und Zweitmarkt, herausgegeben von Hartmut Renz, Lars Jäger und Gero Maas, 2013, Berlin: Erich Schmidt, S. 27 – 42
Stephan, Klaus-Dieter	Prospektaktualisierung, AG 2002, S. 3 – 14

- Striegel, Andreas / Wiesbrock, Michael R. / Jesch, Thomas A. Kapitalbeteiligungsrecht, Kommentar zum Private-Equity-Recht: WKBG, UBG, Risikobegrenzungs-gesetz, Nebengesetze und AIFM-Richtlinie, 2009, Stuttgart: Schäffer-Poeschel
- Tator, Wilfried Geschlossene Fonds: Fondsanalyse und Initiatoren-Rating durch Scope Group, in: Handbuch Finanz- und Vermögensberatung, herausgegeben von Gert Moritz, 1. Auflage 2004, Wiesbaden: Gabler/GWV, zit.: HB Finanz- und Vermögensberatung, S. 167 – 185
- Unzicker, Ferdinand VerkProspG, Kommentar zum Verkaufsprospektgesetz und zur Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung, 2010, Köln: RWS
- Van Kann, Jürgen / Redeker, Rouven / Keiluweit, Anjela Überblick über das Kapitalanlage-gesetzbuch (KAGB), DStR 2013, S. 1483 – 1489
- Veltmann, Till Instrumente des Anlegerschutzes im Investmentrecht, 2007, zugl.: Münster, Univ., Diss., 2007, Aachen: Shaker Verlag
- Verführt, Ludger / Grunenberg, Carsten Pflichtangaben bei geschlossenen Fonds nach der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung, DB 2005, S. 1043 –1047
- Viciano-Gofferje, Martin Neue Transparenzanforderungen für Private Equity Fonds nach dem Kapitalanlagegesetzbuch, BB 2013, S. 2506 – 2511
- Voigt, Daniel Die deutsche Umsetzung der AIFM-Richtlinie durch das KAGB, in: Das neue Kapitalanlagegesetzbuch: Tagung vom 14./15. Juni 2013 in Augsburg, herausgegeben von Thomas M. J. Möllers und Andreas Kloyer, 2013, München: Beck, zit.: KAGB Tagungsband, S. 61 – 77
- Voigt, Frederik / Busse, Ulrike Die Übergangsvorschriften für geschlossene Fonds nach dem Regierungsentwurf zum AIFM-Umsetzungsgesetz, BKR 2013, S. 184 – 192
- Volhard, Patricia / El-Qalqili, Joel 8. Funds Forum Frankfurt, EWS 2013, S. 281 – 284
- Volhard, Patricia / Jang, Jin-Hyuk Der Vertrieb alternativer Investmentfonds, DB 2013, S. 273 – 278

- Volhard, Patricia / Kruschke, André Die Regulierung von Private Equity Fonds-Manager durch den Europäischen Gesetzgeber – Ausgewählte Aspekte der AIFM-Richtlinie und der VC-Verordnung im Überblick, EWS 2012, S. 21 – 25
- Voß, Thorsten Geschlossene Fonds unter dem Rechtsregime der Finanzmarkt-Richtlinie (MiFID)?, BKR 2007, S. 45 – 54
- Voß, Thorsten Das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz - ausgewählte Aspekte des Regierungsentwurfs, BB 2010, S. 3099 – 3104
- Voß, Thorsten Packaged Retail Investments Products und die Zukunft des Prospektrechts, EWS 2009, S. 1
- Wagner, Klaus-R. Anlegerschutzverbesserung und „Grauer Kapitalmarkt“, NZG 2011, S. 609 – 613
- Wagner, Klaus-R. Aktuelle Fragen und Probleme bei Publikumspersonengesellschaften, NJW 2013, S. 198 – 203
- Walla, Fabian Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) als Akteur bei der Regulierung der Kapitalmärkte Europas – Grundlagen, erste Erfahrungen und Ausblick, BKR 2012, S. 265 – 270
- Wallach, Edgar Alternative Investment Funds Managers Directive – ein neues Kapitel des europäischen Investmentrechts, RdF 2011, S. 80 – 89
- Wallach, Edgar Umsetzung der AIFM-Richtlinie in deutsches Recht – erste umfassende Regulierung des deutschen Investmentrechts, RdF 2013, S. 92 – 103
- Wallach, Edgar Die Regulierung von Personengesellschaften im Kapitalanlagegesetzbuch, ZGR 2014, S. 289 – 328
- Weber, Klaus-Peter Insiderrecht und Kapitalmarktschutz, Haftungstheorien im U.S.-amerikanischen, europäischen und deutschen Recht, 1999, zugl.: Münster, Univ., Diss., 1997/1998, Berlin: Duncker & Humblot
- Weber, Martin Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2011, NJW 2012, S. 274 – 282

- Weber, Martin Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2012, NJW 2013, S. 275 – 282
- Weber, Martin Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2004, NJW 2004, S. 3674 – 3681
- Weiser, Benedikt / Hüwel, Martin Verwaltung alternativer Investmentfonds und Auslagerung nach dem KAGB-E, BB 2013, S. 1091 – 1097
- Weiser, Benedikt / Jang, Jin-Hyuk Die nationale Umsetzung der AIFM-Richtlinie und ihre Auswirkungen auf die Fondsbranche in Deutschland, BB 2011, S. 1219 – 1226
- Weisner, Arnd / Friedrichsen, Sönke / Heimberg, Dominik Neue Anforderungen an Erlaubnis und Tätigkeit der „freien“ Anlageberater und -vermittler, DStR 2012, S. 1034 – 1038
- Weitnauer, Wolfgang Die AIFM-Richtlinie und ihre Umsetzung, BKR 2011, S. 143 – 147
- Weitnauer, Wolfgang Handbuch Venture Capital, Von der Innovation zum Börsengang, 4. Auflage 2011, München: Beck, zit.: HB Venture Capital
- Weitnauer, Wolfgang Das Übernahmesonderrecht des KAGB und seine Auswirkungen auf die Private-Equity-Branche, AG 2013, S. 672 – 678
- Weitnauer, Wolfgang Die Informationspflichten nach dem KAGB, in: Das neue Kapitalanlagegesetzbuch, Tagung vom 14./15. Juni 2013 in Augsburg, herausgegeben von Thomas M. J. Möllers und Andreas Kloyer, 2013, München: Beck, S. 161 – 195
- Weitnauer, Wolfgang Die Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds („EuVECAVO“), GWR 2014, S. 139 – 144
- Weitnauer, Wolfgang / Boxberger, Lutz / Anders, Dietmar (Hrsg.) KAGB, Kommentar zum Kapitalanlagegesetzbuch und zur Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds mit Bezügen zum AIFM-StAnpG, 2014, München: Beck
- Werner, Rüdiger Das neue Kapitalanlagegesetzbuch, StBW 2013, S. 811 – 816
- Wetzig, Marc Simon Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts durch die Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts sowie

- durch das Kapitalanlagegesetzbuch, 2014, zugl.: Köln, Univ., Diss., 2014, Hamburg: Dr. Kovač,
- Wiedemann, Herbert      Alte und neue Kommanditgesellschaften, NZG 2013, S. 1041 – 1046
- Wieneke, Laurenz      Emissionspublizität und informationelle Gleichbehandlung der Anleger, in: Anleger- und Funktionenschutz durch Kapitalmarktrecht, Symposium und Seminar zum 65. Geburtstag von Eberhard Schwark, herausgegeben von Stefan Grundmann, Hans-Peter Schwintowski, Reinhard Singer und Martin Weber, 2006, Berlin: De Gruyter, zit.: Anleger- und Funktionenschutz durch Kapitalmarktrecht, S. 37 – 57
- Wollenhaupt, Markus / Beck, Rocco      Das neue Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB), Überblick über die Neuregelung des deutschen Investmentrechts nach der Umsetzung der AIFM-RL, DB 2013, S. 1950 – 1959
- Wunderlich, Wolfgang      Haftungsfragen im Zusammenhang mit öffentlich angebotenen Vermögensanlagen, DStR 1975, S. 688 – 695
- Zander, Oliver      Die Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds – AIFM-Richtlinie, in: Compliance für geschlossene Fonds, Praxis-Leitfaden für Anbieter, Vertrieb und Zweitmarkt, herausgegeben von Hartmut Renz, Lars Jäger und Gero Maas, 2013, Berlin: Erich Schmidt, S. 43 – 61
- Zeppenfeld, Meiko / von Jacobs, Nikolaus      Die neue EU-Richtlinie für Alternative Investmentfondsmanager – Erstmalige Regulierung von Private Equity und Hedgefonds, jurisPR-HaGesR 12/2010 Anm. 2
- Zetzsche, Dirk A.      Fondsregulierung im Umbruch – ein rechtsvergleichender Rundblick zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie, ZBB 2014, S. 22 – 39
- Zetzsche, Dirk A.      Das Gesellschaftsrecht des Kapitalanlagegesetzbuches, AG 2013, S. 613 – 630
- Zetzsche, Dirk A.      Grundprinzipien des KAGB, in: Das neue Kapitalanlagegesetzbuch: Tagung vom 14./15. Juni 2013 in Augsburg, herausgegeben

von Thomas M. J. Möllers und Andreas Kloyer, 2013, München: Beck, zit.: KAGB Tagungsband, S. 131 – 160

- Zetzsche, Dirk A. Introduction: Overview, Regulatory History and Technique, Transition, in: The Alternative Investment Fund Managers Directive, European Regulation of Alternative Investment Funds, herausgegeben von Dirk A. Zetzsche, 2012, Alphen aan den Rijn: Wolters Kluwer Law & Business, zit.: AIFMD, S. 1 – 20
- Zetzsche, Dirk A. Scope of the AIFMD, in: The Alternative Investment Fund Managers Directive, European Regulation of Alternative Investment Funds, herausgegeben von Dirk A. Zetzsche, 2012, Alphen aan den Rijn: Wolters Kluwer Law & Business, zit.: AIFMD, S. 39 – 70
- Zetzsche, Dirk A. Appointment, Authorization and Organization of the AIFM, in: The Alternative Investment Fund Managers Directive, European Regulation of Alternative Investment Funds, herausgegeben von Dirk A. Zetzsche, 2012, Alphen aan den Rijn: Wolters Kluwer Law & Business, zit.: AIFMD, S. 159 – 198
- Zetzsche, Dirk A. Anteils- und Kontrollerwerb an Zielgesellschaften durch Verwalter alternativer Investmentfonds, NZG 2012, S. 1164 – 1170
- Zetzsche, Dirk A. Die Irrelevanz und Konvergenz des Organisationsstatuts von Investmentfonds, ZVglRWiss 2012, S. 371 – 391
- Zetzsche, Dirk A. / Eckner, David Risk Management, in: The Alternative Investment Fund Managers Directive, European Regulation of Alternative Investment Funds, herausgegeben von Dirk A. Zetzsche, 2012, Alphen aan den Rijn: Wolters Kluwer Law & Business, zit.: AIFMD, S. 265 – 332
- Zetzsche, Dirk A. / Eckner, David Investor Information, Disclosure and Transparency, in: The Alternative Investment Fund Managers Directive, European Regulation of Alternative Investment Funds, herausgegeben von Dirk A. Zetzsche, 2012, Alphen aan den Rijn: Wolters Kluwer Law & Business, zit.: AIFMD, S. 333 – 365
- Zetzsche, Dirk A. / Litwin, Daniel The AIFMD's Cross-Border Dimension and Third Country Rules – A Systematic Perspective, in: The Alternative Investment Fund

Managers Directive, European Regulation of Alternative Investment Funds, herausgegeben von Dirk A. Zetsche, 2012, Alphen aan den Rijn: Wolters Kluwer Law & Business, zit.: AIFMD, S. 367 – 408

Zetsche, Dirk A. / Preiner, Christina  
Was ist ein AIF?, WM 2013, S. 2101 – 2110

Zimmer, Daniel / Cloppenburg, Matthias  
Haftung für falsche Information des Sekundärmarktes auch bei Kapitalanlagen des nicht geregelten Kapitalmarktes? Ein Beitrag zur Systembildung im Kapitalmarktrecht, ZHR, 171 (2007), S. 519 – 553

Zingel, Frank / Varadinek, Brigitta  
Vertrieb von Vermögensanlagen nach dem Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts, BKR 2012, S. 177 – 185

## Sonstige Publikationen

- Bundesanstalt für Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und  
Finanzdienstleistungsaufsicht zum Begriff des "Investmentvermögens", Geschäftszeichen WA  
41-Wp 2137-2013/0001, v. 14. Juni 2013, zuletzt geändert am 10.  
Dezember 2014
- Bundesanstalt für Merkblatt für Anzeigen beim beabsichtigten Vertrieb von EU-AIF  
Finanzdienstleistungsaufsicht oder ausländischen AIF an Privatanleger in der Bundesrepublik  
Deutschland nach § 320 KAGB v. 19. Juli 2013, zuletzt geändert  
am 17. Juni 2014
- Bundesanstalt für Merkblatt zum Erlaubnisverfahren für eine AIF-  
Finanzdienstleistungsaufsicht Kapitalverwaltungsgesellschaft nach § 22 KAGB-E v. 22. März  
2013
- Bundesanstalt für Prüfergebnisse der BaFin zu den Informationsblättern nach § 31  
Finanzdienstleistungsaufsicht Abs. 3a WpHG, Bericht über die Prüfergebnisse der  
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zu den von  
Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten verwendeten seit Juli  
2011 gesetzlich vorgeschriebenen Informationsblättern nach § 31  
Abs. 3a WpHG v. 5. Dezember 2011
- Bundesanstalt für Auslegungsschreiben der Bundesanstalt für  
Finanzdienstleistungsaufsicht Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) zur Prospektpflicht für  
Vermögensanlagen-Verkaufsprospekte v. 30. Juni 2005
- European Securities and Final report, Guidelines on key concepts of the AIFMD,  
Markets Authority ESMA/2013/600 v. 24. Mai 2013, S. 1 – 33
- European Securities and Leitlinien, Leitlinien zu Schlüsselbegriffen der Richtlinie über die  
Markets Authority Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMD), ESMA/2013/611  
v. 13.08.2013, S. 1 – 8
- European Securities and Consultation paper, Guidelines on key concepts of the AIFMD,  
Markets Authority ESMA/2012/845 v. 19. Dezember 2012, S. 1 – 53
- European Securities and Leitlinien für zuständige Behörden und OGAW-  
Markets Authority Verwaltungsgesellschaften, Leitlinien zu börsengehandelten  
Indexfonds (Exchange-Traded Funds, ETF) und anderen OGAW-  
Themen ESMA/2012/832DE v. 18. Dezember 2012, S. 1 – 15

European Securities and Markets Authority	Guidelines for competent authorities and UCITS management companies, Guidelines on ETFs and other UCITS issues, ESMA/2012/832EN v. 18. Dezember 2012, S. 1 – 14
European Securities and Markets Authority	Discussion paper, Key concepts of the Alternative Investment Fund Managers Directive and types of AIFM, ESMA/2012/117 v. 23. Februar 2012, S. 1 – 18
Verband geschlossene Fonds e.V. (VGF)	Stellungnahme, BaFin-Konsultation 03/2013, Entwurf Anwendungsbereich des KAGB-E / Auslegung des Begriffs „Investmentvermögen“ (GZ: WA 41-Wp 2137 – 2013/0001) v. 15. April 2013, S. 1 – 18
Verband geschlossene Fonds e.V. (VGF) <sup>1217</sup>	VGF Branchenzahlen Geschlossene Fonds 2012 (Stand: 14.02.2013), S. 1 – 55
Verbraucherzentrale Bundesverband e.V. – vzbv	Mangelnder Verbraucherschutz bei Vermögensanlagen, Forderungspapier des Verbraucherzentrale Bundesverbands – vzbv v. 21. Mai 2013, S. 1 – 3

---

<sup>1217</sup> Inzwischen bsi Bundesverband Sachwerte und Investmentvermögen e.V.

# Abkürzungsverzeichnis

a.A.	anderer Ansicht
a.F.	alte Fassung
ABl. L	Amtsblatt der europäischen Union, Rechtsvorschriften
Abs.	Absatz
AG	Amtsgericht
AIF	Alternative Investmentfonds
AIFM	Alternative Investment Funds Managers (Verwalter alternativer Investmentfonds)
Alt.	Alternative
Anh.	Anhang
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Bd.	Band
Beschl.	Beschluss
BFH	Bundesfinanzhof
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BMF	Bundesministerium der Finanzen
bspw.	beispielsweise
BStBl.	Bundessteuerblatt
BT-Drs.	Bundestagdrucksache
BR-Drs.	Bundesratdrucksache
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
bzw.	beziehungsweise
d.h.	das heißt
Dez.	Dezember
Diss.	Dissertation
EG	Europäische Gemeinschaft
Einl.	Einleitung
EL	Ergänzungslieferung
endg.	endgültig
ESMA	European Securities and Markets Authority
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EuVECA	Europäische Risikokapitalfonds (European Venture Capital)
EuVECA-VO-E	Entwurfssfassung der EuVECA-VO
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum

f.	folgende
ff.	fortfolgende
ggf.	gegebenenfalls
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
Hrsg.	Herausgeber
HS	Halbsatz
i.d.F.	in der Fassung
i.d.F.v.	in der Fassung vom
i.S.d.	im Sinne des
i.S.v.	im Sinne von
i.V.m.	in Verbindung mit
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
InvG-E	Entwurfssfassung des InvG
KAGB-E	Entwurfssfassung des KAGB
KG	Kommanditgesellschaft / Kammergericht
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
KomVorschl.	Kommissionsvorschlag
LG	Landgericht
lit.	litera (Buchstabe)
litt.	literae (Buchstaben)
m.W.v.	mit Wirkung vom
MIC	Market Identifier Code (eine in der ISO 10383 definierte eindeutige, vierstellige Identifikationsnummer für Börsen und andere Handelsplätze)
Mio.	Million
Mrd.	Milliarde
Nr.	Nummer
Nrn.	Nummern
OLG	Oberlandesgericht
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
RegBegr.	Regierungsbegründung
RL	Richtlinie
Rn.	Randnummer
Schr.	Schreiben
sog.	so genannte (-r, -s)
techn.	technische
teilw.	teilweise
Tz.	Teilziffer
u.a.	und andere
UmsG	Umsetzungsgesetz

Univ.	Universität
Unterabs.	Unterabsatz
Urt.	Urteil
v.	vom
Var.	Variante
VermVerkProspV-E	Entwurfsfassung der VermVerkProspV
Versäumnisurt.	Versäumnisurteil
VO	Verordnung
z.B.	zum Beispiel
z.T.	zum Teil
Ziff.	Ziffer
zugl.	zugleich