

2. September 2025

Veröffentlichung Referentenentwurf des Fondsrisikobegrenzungsgesetz

Am 08. August 2025 wurde der Referentenentwurf des „Gesetzes zur Begrenzung der Risiken durch Investmentfonds“ (**Fondsrisikobegrenzungsgesetz** – FRiG) veröffentlicht. Damit startet der Gesetzgeber einen neuen Anlauf zur Umsetzung der europäischen Vorgaben aus der **AIFM-Richtlinie II**¹ (sog. AIFMD II) in deutsches Recht. Die Umsetzung in Deutschland erfolgt vornehmlich über **Änderungen des Kapitalanlagegesetzbuchs (KAGB)**.

Deutsche Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVGGen) mit einer Registrierung oder Vollerlaubnis nach dem KAGB müssen ihre Geschäftsmodelle und Prozesse zeitnah auf die bevorstehenden Änderungen anpassen.

Publication of draft bill on the Fund Risk Limitation Act

On 8 August 2025, the draft bill of the “**Fund Risk Limitation Act**” (*Fondsrisikobegrenzungsgesetz*– FRiG) was published. With the draft bill, the legislator launches a new attempt to implement the European requirements of the **AIFM Directive II** (so-called AIFMD II) into German law. Implementation in Germany is primarily being carried out through **amendments to the German Capital Investment Act** (*Kapitalanlagegesetzbuch* – KAGB).

Alternative investment fund managers (AIFMs) authorized or registered under the KAGB must now promptly adapt their business models and processes to the upcoming changes.

ZUSAMMENFASSUNG

Mit dem Entwurf des FRiG beabsichtigt der Gesetzgeber eine weitgehend wortlautgetreue Umsetzung der AIFMD II in nationales Recht. Der Entwurf sieht insbesondere neue

EXECUTIVE SUMMARY

With the draft of the FRiG, the legislator intends a largely literal transposition of the AIFMD II into national law. The draft contains, in particular, new rules on the loan origination

¹ Richtlinie (EU) 2024/927 zur Änderung der Richtlinien 2011/61/EU und 2009/65/EG im Hinblick auf Übertragungsvereinbarungen, Liquiditätsrisikomanagement, die aufsichtliche Berichterstattung, die Erbringung von Verwahr- und Hinterlegungsdienstleistungen und die Kreditvergabe durch alternative Investmentfonds; Directive (EU) 2024/97 amending Directives 2011/61/EU and 2009/65/EC as regards delegation arrangements, liquidity risk management, supervisory reporting, the provision of depositary and custody services and loan origination by alternative investment funds.

Regelungen zur Kreditvergabe durch AIF vor. Gleichzeitig werden die Transparenz- und Berichtspflichten für registrierte und für vollregulierte KVGGen gegenüber der BaFin und den Investoren erweitert, es treten neue Anforderungen an Auslagerungen und Unterauslagerungen hinzu, und der Verwahrstellen-Passport wird zumindest teilweise umgesetzt.

Im Vergleich zum vorherigen Gesetzesentwurf zur Umsetzung der AIFMD II (**Fonds-marktstärkungsgesetz** – FMSG) enthält der aktuelle Entwurf deutlich weniger nationales Gold-Plating im Bereich der Kreditvergabe durch AIF. Diese Verbesserung ist auch auf die von POELLATH im vergangenen Konsultationsverfahren eingebrachten Vorschläge zurückzuführen. Positiv hervorzuheben ist, dass registrierte KVGGen auch künftig Gesellschafterdarlehen und eigenkapitalähnliche Instrumente vergeben dürfen, ohne dass hierfür die strengen Risikomanagementanforderungen und Berichtspflichten kreditvergebender AIF gelten. Dies entspricht der bisherigen Regelung im KAGB und schafft Rechtssicherheit für den Venture-Capital-Standort Deutschland.

Kritisch zu bewerten bleiben einzelne, teilweise neue Regelungen, die weiterhin nationales Gold-Plating darstellen. Insbesondere bringt die vorgesehene Schwellenwertberechnung der verwalteten Vermögensgegenstände auf Verkehrswertbasis für registrierte KVGGen erhebliche Nachteile mit sich. Auch die geplante Prüfungspflicht für KVGGen, die EuVECA- oder EuSEF-Fonds verwalten, sollte im Sinne einer Bürokratieentlastung überdacht werden. Eine Abkehr von diesen geplanten Änderungen im weiteren Gesetzgebungsverfahren wäre wünschenswert.

by AIFs. At the same time, transparency and reporting obligations for both registered and authorized AIFMs vis-à-vis BaFin and investors will be expanded; new requirements for delegation and sub-delegation are introduced, and the depositary passport will at least partially be implemented.

Compared with the previous draft bill for transposing AIFMD II (**Investment Fund Market Strengthening Act** – FMSG), the current draft contains significantly less national gold-plating with regard to loan origination by AIFs. This improvement is also due to proposals submitted by POELLATH during the prior consultation process. A particularly positive aspect is that registered AIFMs will still be allowed to provide shareholder loans and equity-like instruments without having to comply with the strict risk management requirements and reporting obligations that apply to lending AIFs. This remains in line with the existing provisions under the KAGB and establishes legal certainty for Germany as a venture capital jurisdiction.

Still, certain individual – and in some cases new – provisions must be viewed critically, as they continue to constitute national gold-plating. In particular, the planned calculation of thresholds for assets under management on a fair market value basis poses considerable disadvantages for registered AIFMs. Likewise, the planned audit requirement for AIFMs managing EuVECA or EuSEF funds should be reconsidered in the interest of reducing bureaucracy. It would be desirable if these planned changes were abandoned during the further legislative process.

A. Hintergrund

Die AIFMD II wurde am 26. März 2024 im Amtsblatt der EU veröffentlicht und ist seit dem 15. April 2024 in Kraft. Die Mitgliedstaaten müssen die Vorgaben bis zum 26. April 2026 in nationales Recht umsetzen. Die AIFMD II ist die erste wesentliche Änderung der ursprünglichen AIFMD (Richtlinie) über die Verwalter alternativer Investmentfonds von 2011², die einen einheitlichen Rechtsrahmen für Fondsmanager in Europa geschaffen hat.

In Deutschland sollte die Umsetzung der AIFMD II ursprünglich durch das FMSG erfolgen (Referentenentwurf vom 5. August 2024). Obwohl der Gesetzgeber eine „1:1-Umsetzung“ der AIFMD II vorgab, enthielt der Entwurf mehrere über die EU-Vorgaben hinausgehende nationale Regelungen (sog. **Gold-Plating**). Aufgrund des vorzeitigen Endes der Legislaturperiode und der vorgezogenen Neuwahlen zum Deutschen Bundestag im Februar 2025 wurde das FMSG nicht rechtzeitig verabschiedet. Aufgrund des Grundsatzes der sachlichen Diskontinuität muss ein Gesetz im neuen Bundestag neu eingebracht werden.

Der Entwurf zum FRiG markiert damit den zweiten Versuch, die EU-Vorgaben aus der AIFMD II fristgerecht in das KAGB zu implementieren. Erfreulicherweise ist der Entwurf enger an den Wortlaut der AIFMD II angelegt. Ganz ohne Gold-Plating kommt jedoch auch der Entwurf zum FRiG nicht aus.

A. Background

AIFMD II was published in the Official Journal of the EU on 26 March 2024 and entered into force on 15 April 2024. Member States must transpose its requirements into national law by 26 April 2026. AIFMD II represents the first major amendment to the original AIFMD of 2011, which established a uniform legal framework for fund managers in Europe.

In Germany, the implementation of AIFMD II was originally intended to be carried out through the FMSG (draft bill of 5 August 2024). Although the legislator had stipulated a “1:1 implementation” of AIFMD II, the draft contained several national provisions going beyond EU specifications (so-called **gold-plating**). Due to the premature end of the legislative term and the snap election in February 2025, the FMSG was not adopted in time. Due to the principle of discontinuity, a draft bill must be reintroduced in the new Parliament.

Thus, the draft of the FRiG marks the second attempt to implement the EU requirements of AIFMD II into the KAGB on time. Fortunately, this draft is more closely aligned with the wording of AIFMD II. However, it is not entirely free of gold-plating either.

² Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010; Directive 2011/61/EU on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2003/41/EC and 2009/65/EC and Regulations (EC) No 1060/2009 and (EU) No 1095/2010.

B. Wichtige Änderungen im Überblick

Der Entwurf zum FRiG – und letztlich auch die AIFMD II – adressiert insbesondere folgende Themenkomplexe:

- Vergabe von Krediten durch AIF
- Erweiterte Berichtspflichten und Transparenzanforderungen für KVGGen
- Neuberechnung der Schwellenwerte für registrierte KVGGen
- Ausweitung von Nebendienstleistungen für KVGGen
- Verwahrstellen-Passporting
- Erhöhte Anforderungen an Auslagerung und Unterauslagerung
- Konkretisierungen im Vollerlaubnisverfahren
- Einführung von Liquiditätsmanagement-Tools
- Vertrieb (durch nicht-EU KVGGen verwaltete AIF)

C. Änderungen im Einzelnen

I. Vergabe von Krediten durch AIF

Die Kreditvergabe durch AIF steht im Zentrum der AIFMD II und wird nunmehr auch im KAGB umfassend geregelt. Der Entwurf führt

B. Key Changes at a Glance

The FRiG draft – and ultimately AIFMD II itself – specifically addresses the following areas:

- Loan origination by AIFs
- Expanded reporting and transparency requirements for AIFMs
- Recalculation of thresholds for registered AIFMs
- Expansion of ancillary services for AIFMs
- Depository passporting
- Increased requirements for delegation and sub-delegation
- Clarifications regarding the full authorization procedure
- Introduction of liquidity management tools
- Marketing (of AIFs managed by non-EU AIFMs)

C. Changes in Detail

I. Loan origination by AIFs

Loan origination lies at the heart of AIFMD II and will now also be comprehensively regulated under the KAGB. The draft introduces

einheitliche Definitionen für Kredite und kreditvergebende AIF ein. Zudem sind Definitionen für Gesellschafterdarlehen und für sog. Kreditvergabezweckgesellschaften enthalten.

- Als **Kredit** gilt jeder Gelddarlehensvertrag, den ein AIF als Gläubiger direkt oder indirekt über Dritte bzw. Kreditvergabezweckgesellschaften vergibt.
- Ein AIF gilt als **kreditvergebender AIF**, wenn seine Anlagestrategie hauptsächlich darin besteht, Kredite zu vergeben, oder wenn die durch ihn vergebenen Kredite einen Nominalwert haben, der mindestens 50 % seines Nettoinventarwerts ausmacht.
- **Gesellschafterdarlehen** sind Kredite, die ein AIF einem Unternehmen gewährt, an dem er direkt oder indirekt mindestens 5 % des Kapitals- oder der Stimmrechte hält, und die nicht unabhängig von den Kapitalinstrumenten, die der AIF an demselben Unternehmen hält, an Dritte verkauft werden dürfen.
- **Kreditvergabezweckgesellschaften** sind von einem AIF oder einer AIF-KVG beherrschte Gesellschaften, deren Zweck darin besteht, Kredite für einen AIF oder für eine AIF-KVG in Bezug auf den AIF oder in deren Namen zu vergeben, wenn die AIF-KVG oder der AIF an der Strukturierung des Kredits oder der Festlegung oder Vorabvereinbarung seiner Merkmale beteiligt ist, bevor er ein Kreditrisiko erlangt.

uniform definitions for loans and lending AIFs, as well as definitions for shareholder loans and so-called loan origination special purpose vehicles.

- A **loan** is defined as any cash loan agreement granted by an AIF as creditor, either directly or indirectly through third parties or loan originating special purpose vehicles.
- An AIF qualifies as a **loan-originating AIF** if its investment strategy primarily consists of granting loans, or if the notional value of the originated loans represents at least 50% of its net asset value.
- **Shareholder loans** means loans which are granted by an AIF to an undertaking in which it holds directly or indirectly at least 5% of the capital or voting rights, and which cannot be sold independently of the capital instruments held by the AIF in the same undertaking.
- **Loan originating special purpose vehicles** are entities controlled by an AIF or an AIFM whose purpose is to originate loans for or on behalf of an AIF or AIFM, where the AIF or AIFM is involved in structuring the loan or pre-defining its terms before assuming the credit risk.

Für kreditvergebende AIF enthält der Entwurf die nun europaweit vorgegebenen Leverage-Grenzen (offene kreditvergebende AIF 175 %, geschlossene 300 %), Vorschriften zur Risikodiversifikation (grds. Nominalwert des Kredits max. 20 % des Kapitals des AIF pro Kreditnehmer) sowie Kreditvergabeverbote gegenüber verbundenen Unternehmen, Managern und Verwahrstellen.

Hinzu kommen erhöhte Anforderungen an das Risikomanagement der KVG sowie erweiterte Melde- und Offenlegungspflichten der KVG und des kreditvergebenden AIF.

Erfreulicherweise nimmt der Entwurf zum FRiG – anders als noch der Entwurf zum FMSG – insofern von einer überschießenden Umsetzung der AIFMD II Abstand. Es wird klargestellt, dass die Vergabe von Gesellschafterdarlehen und eigenkapitalähnlichen Instrumenten durch bloß registrierte KVGen keine erhöhten Risikomanagementanforderungen und Berichtspflichten auslöst (§ 2 Abs. 4 Nr. 4 KAGB-E). Diese Klarstellung ist sachgerecht, da die Vergabe von Gesellschafterdarlehen und eigenkapitalähnlichen Instrumenten keine erhöhten Risiken birgt, die einen gesteigerten Organisationsaufwand rechtfertigen würden. Damit wird eine Kontinuität zur bisherigen Rechtslage im KAGB gewahrt, die sich bereits bewährt hat.

Gerade für Venture-Capital-Fonds bedeutet die vorgesehene Klarstellung eine spürbare Erleichterung und hilft, potenzielle Standortnachteile zu vermeiden. Zwar bleibt der Begriff „eigenkapitalähnliche Instrumente“ im aktuellen FRiG-Entwurf ohne nähere Definition – eine Präzisierung wäre hier zweifellos wünschenswert –, doch sollte unserer Einschätzung nach (im Einklang mit Eingaben von Verbänden zum FMSG) die Vergabe von

For loan-originating AIFs, the draft transposes the EU-wide leverage limits (open-ended loan-originating AIFs 175%, closed-ended 300%), rules on risk diversification (generally: notional loan value max. 20% of the capital of the AIF per borrower), and prohibitions on loan origination to affiliated companies, managers, and depositaries.

Additional requirements include enhanced risk management by the AIFM and expanded reporting and disclosure obligations for both the AIFM and the loan-originating AIF.

Good news: Unlike the FMSG draft, the draft of the FRiG refrains from gold-plating in this area. It clarifies that the granting of shareholder loans and equity-like instruments by merely registered AIFMs does not trigger heightened risk management or reporting obligations (§ 2(4) no. 4 KAGB draft). This clarification is appropriate, as the origination of shareholder loans and equity-like instruments does not entail any increased risks that would justify an increased organizational burden. It ensures continuity with the established and proven legal framework of the KAGB.

For venture capital funds in particular, this clarification provides tangible relief and helps avoid potential competitive disadvantages. Although the term “equity-like instruments” remains undefined in the current FRiG draft – and a clarification would certainly be desirable – in our view (in line with industry submissions on the FMSG), loans with qualified subordination as well as so-called SAFE agreements granted by AIFs or registered AIFMs to

Darlehen mit qualifiziertem Nachrang sowie sog. SAFE-Agreements durch AIF bzw. registrierte KVGes an Portfoliogesellschaften nicht zu verschärften Anforderungen im Risikomanagement führen.

Positiv hervorzuheben ist zudem, dass nunmehr ausdrücklich vorgesehen wird, dass AIF Kredite künftig auch über Kreditvergabe-zweckgesellschaften ausreichen dürfen (§ 1 Abs. 19 Nrn. 24b und 24c KAGB-E). Diese Einbeziehung beseitigt langjährige Rechtsunsicherheiten, stimmt das KAGB mit den Regelungen anderer EU-Mitgliedstaaten ab und schafft so einheitlichere Wettbewerbsbedingungen.

Ebenso begrüßenswert ist die Klarstellung, dass die bloße Änderung bestehender Kreditkonditionen keine Kreditvergabe im aufsichtsrechtlichen Sinne darstellt (§ 20 Abs. 9 S. 2 KAGB-E).

Die oben genannten Verbesserungen entsprechen den **von POELLATH** im Konsultationsprozess zum FMSG **angeregten Änderungen**. Wir freuen uns, dass wir zur Schaffung gleicher Wettbewerbsbedingungen für deutsche KVGes beitragen konnten.

II. Erweiterte Berichtspflichten und Transparenzanforderungen für KVGes

Insbesondere KVGes mit einer Vollerlaubnis müssen künftig detaillierter an die BaFin berichten. Vorgesehen sind u.a. detaillierte Berichte zur Gebühren- und Kostenstruktur, Informationen über Transaktionen mit verbundenen Unternehmen sowie die Erfassung von Auslagerungsvolumina (s.u.). Gleichzeitig wird das BaFin-Reporting um eine Auflistung

portfolio companies should not trigger stricter risk management requirements.

It is also positive that the draft expressly provides that AIFs may in future originate loans through loan originating special purpose vehicles (§ 1(19) nos. 24b and 24c KAGB draft). This inclusion eliminates longstanding legal uncertainty, aligns the KAGB with rules in other EU Member States, and creates more level playing field.

Equally welcome is the clarification that mere amendments to existing loan terms do not qualify as loan origination in the regulatory sense (§ 20(9) sentence 2 KAGB draft).

The above improvements reflect **proposals made by POELLATH** during the FMSG consultation process. We are pleased that we were able to contribute to creating a level playing field for German AIFMs.

II. Expanded Reporting Obligations and Transparency Requirements for AIFMs

In particular, authorized AIFMs will in the future have to report to BaFin in greater details. Required reports will include, among others, detailed information on fee and cost structures, transactions with affiliated companies, and volumes of delegated activities (see below). In addition, BaFin reporting will be

der EU-Mitgliedstaaten erweitert, in denen ein AIF tatsächlich vertrieben wird.

Auch gegenüber Investoren sind umfassendere Offenlegungen seitens der KVGGen vorgesehen, einschließlich einer granularen Aufschlüsselung direkter und indirekter Kosten.

An dieser Stelle sieht der Entwurf zum FRiG leider auch ein nationales Gold-Plating für registrierte KVGGen vor, die EuVECA- oder EuSEF-Fonds verwalten. Die Jahresabschlüsse dieser EuVECA und EuSEF-KVGGen sollen künftig durch Wirtschaftsprüfer geprüft werden (§ 45 Satz 1 KAGB-E). Diese zusätzlichen Prüfpflichten gehen über die EU-Vorgaben hinaus, die keine ausdrückliche Prüfpflicht für EuVECA und EuSEF-KVGGen vorsehen. Diese Änderung steht im Widerspruch zur beabsichtigten „1:1 Umsetzung“ der AIFMD II und zum Ziel des Koalitionsvertrages, die Bürokratiekosten zu senken und nationales Gold-Plating in der Finanzmarktregulierung zu vermeiden.

III. Neuberechnung der Schwellenwerte für registrierte Manager

Das FRiG sieht eine neue Bezugsgröße für die Berechnung der verwalteten Vermögenswerte (sog. *Assets under Management*, AuM) für die Vollregulierung einer KVG vor. Diese sog. Schwellenwertberechnung betrifft die Frage, ab welchem verwalteten Vermögen eine bloß registrierte KVG eine Vollerlaubnis beantragen muss. Der Entwurf zum FRiG enthält (anders als das FMSG) eine echte Verschlechterung im Vergleich zur geltenden Rechtslage. So soll die Schwellenwertberechnung künftig nicht mehr anhand der Anschaffungskosten (HGB-Bewertungsgrundsätze) erfolgen, sondern anhand der

expanded to include a list of EU Member States in which an AIF is actually marketed.

Towards investors, AIFMs will also be obliged to provide more detailed disclosures, including granular breakdowns of direct and indirect costs.

The FRiG draft unfortunately also provides for national gold-plating with respect to registered AIFMs managing EuVECA or EuSEF funds. Their annual financial statements will in future have to be audited by external auditors (§ 45 sentence 1 KAGB draft). These additional audit obligations go beyond EU requirements, which do not impose any explicit audit obligation for EuVECA or EuSEF AIFMs. This amendment contradicts both the intended “1:1 implementation” of AIFMD II and the coalition agreement’s objective of reducing bureaucracy and avoiding national gold-plating in financial market regulations.

III. Recalculation of Thresholds for Registered AIFMs

The FRiG introduces a new reference basis for calculating assets under management (AuM) relevant for determining when an AIFM needs to be authorized. The so-called threshold calculation determines the point at which a merely registered AIFM must apply for an authorization. Unlike the FMSG, the FRiG draft contains a genuine deterioration compared to the current legal situation: Going forward, thresholds will no longer be calculated on the basis of acquisition costs (valuation principles of the German Commercial Code), but on the basis of fair market values (§ 2(4) sentence 4 KAGB draft, corresponding to

Verkehrswerte (§ 2 Abs. 4 Satz 4 KAGB-E, entsprechend § 168 KAGB). Letztere Bewertung entspräche der Wertermittlung für voll-regulierte KVGen. Ziel ist laut Begründung eine Angleichung an die allgemeinen KAGB-Vorgaben und eine Erleichterung für Aufsicht und Verwaltungspraxis.

Diese Änderung stellt nationales Gold-Plating dar, da weder die AIFMD II noch die delegierte Verordnung zur AIFMD (VO (EU) 231/2013) eine Änderung der Schwellenwertberechnung vorsehen. Art. 2 der AIFM-DVO stellt für die Schwellenwertberechnung im Bereich registrierter KVGen nach wie vor auf die nationalen Rechnungslegungsvorschriften ab (HGB-Bewertungsgrundsätze).

Einordnung:

Wir sprechen uns gegen die Einführung der Verkehrswertbewertung für registrierte KVGen aus. Die geplante Änderung ist nicht durch die AIFMD II indiziert und würde die Praxis erheblich belasten, ohne erkennbaren Mehrwert für Aufsicht oder Anleger zu schaffen. Bisher genügt die handelsrechtliche Bewertung nach HGB; diese ist eindeutig, verfügbar und praxistauglich. Die verpflichtende Verkehrswertberechnung würde hohe Zusatzkosten verursachen – insbesondere für kleinere und mittelständische KVGen im Venture-Capital-Bereich – und zu erheblichen Unsicherheiten führen. Verkehrswerte illiquider Beteiligungen sind hoch spekulativ und unterliegen starken Schwankungen. Das führt zu unsicheren und nicht belastbaren Schwellenwerten. Ziel der Schwellenwerte ist eine sachgerechte Risikoeinordnung. Die HGB-Bewertung (Niederstwertprinzip) bildet das Verlustrisiko realistisch ab, während Verkehrswerte nur Volatilität erzeugen, ohne zusätzlichen Erkenntnisgewinn. Nach HGB entwickeln sich die verwalteten Werte planbar

§ 168 KAGB). The latter assessment would correspond to the value determination for authorized AIFMs. According to the rationale, the aim is to align the KAGB requirements and to facilitate supervision and administrative practice.

This represents national gold-plating, since neither AIFMD II nor the AIFM Delegated Regulation (EU) 231/2013 provide for a change in threshold calculation. Article 2 of the AIFM Delegated Regulation continues to refer to national accounting standards for threshold calculations applicable to registered AIFMs (valuation principles of the German Commercial Code).

Assessment:

We oppose the introduction of fair value market calculations for registered AIFMs. The planned amendment is not required by AIFMD II and would impose significant burdens in practice without providing any tangible benefit for regulators or investors. Up to now, accounting under the valuation principles of the German Commercial Code has been sufficient: this method is clear, available, and practical. Mandatory fair market value calculation would generate substantial additional costs – especially for small and medium-sized AIFMs in the venture capital sector – and would cause significant uncertainties. Fair market values of illiquid holdings are highly speculative and subject to strong fluctuations. This results in thresholds that are volatile and unreliable. The purpose of thresholds is to enable an appropriate risk classification. Commercial law accounting (lower-of-cost-or-market principle) realistically reflects loss risks, while fair market values merely introduce volatility without offering additional insights. Under the German Commercial Code,

(nur durch neue Investitionen bzw. Exits). Verkehrswerte dagegen können zu abrupten Überschreitungen führen, die KVGen organisatorisch nicht auffangen können. Viele registrierte KVGen würden plötzlich unter die Erlaubnispflicht fallen, ohne dass ausreichend Zeit oder Ressourcen für den Umbau zur voll regulierten KVG vorhanden sind. Statt Effizienzgewinnen schafft die Regelung nur höheren Verwaltungsaufwand – ein klarer Widerspruch zu den politischen Zielen des Bürokratieabbaus und der Stärkung des Fondsstandorts Deutschland. Die geplante Ergänzung von § 2 Abs. 4 KAGB-E ist praxisfern, unverhältnismäßig und schädlich. Sie erhöht Verwaltungskosten und Unsicherheit, gefährdet insbesondere kleinere KVGen und trägt nicht zu einer besseren Risikoeinschätzung bei. Stattdessen sollte am bewährten HGB-Ansatz festgehalten und ein Bestandsschutz für bestehende KVGen gewährleistet werden.

values for assets under management evolve in a predictable manner (only through new investments or exits). By contrast, fair values may trigger abrupt threshold breaches, that AIFMs cannot manage operationally. Many registered AIFMs would suddenly fall under the authorization obligation without having sufficient time or resources to transition into authorized AIFMs. Instead of creating efficiency gains, the rule would only increase administrative burdens – a clear contradiction to the political objectives of reducing bureaucracy and strengthening Germany as a fund location. The proposed amendment to § 2(4) KAGB draft is impractical, disproportionate, and harmful. It increases operating costs and uncertainty, endangers especially smaller AIFMs, and does not contribute to better risk assessment. Instead, the proven valuation principles of the German Commercial Code should be maintained, and grandfathering protection should be ensured for existing AIFMs.

IV. Ausweitung von Nebendienstleistungen

Nach der AIFMD II dürfen vollregulierte KVGen künftig über ihr Kerngeschäft hinaus zusätzliche Dienstleistungen wie IT oder Personaldienstleistungen für Dritte erbringen – vorausgesetzt, Interessenkonflikte werden vermieden.

Zugleich setzt das FRiG weitere Klarstellungen zum Umfang möglicher Nebendienstleistungen um. So können vollregulierte AIF KVGen die Anlageberatung, das Verwahrgeschäft und die Anlagevermittlung künftig auch dann erbringen, wenn keine gesonderte Erlaubnis zur Erbringung der individuellen Finanzportfolioverwaltung vorliegt (§ 20 Abs. 3

IV. Expansion of Ancillary Services

Under AIFMD II, authorized AIFMs may in future provide additional services beyond their core business, such as IT or human resources services for third parties – provided that conflicts of interest are avoided.

The FRiG draft introduces further clarifications on the scope of permissible ancillary services. Authorized AIFMs will thus be allowed to provide investment advice, custody services, and investment brokerage even where they do not hold a separate license for individual portfolio management (§ 20(3) nos. 3 – 5 KAGB draft). In addition, credit-

Nrn. 3 – 5 KAGB-E). Auch Kreditdienstleistungen nach § 2 Abs. 3 Kreditzeitmarktgesetz, wie etwa die Forderungseinziehung bei notleidenden Kreditverträgen, sind künftig als Nebendienstleistungen erbringbar (§ 20 Abs. 3 Nr. 10 KAGB-E). Diese Änderungen sind zu begrüßen.

related services under § 2(3) of the Secondary Loan Market Act, such as debt collection for non-performing loans, may in future be offered as ancillary services (§ 20(3) no. 10 KAGB draft). These changes are to be welcomed.

V. Verwahrstellen-Passporting

Hingegen hat der deutsche Gesetzgeber nicht von der in der AIFMD II vorgesehenen Möglichkeit im Entwurf zum FRiG zu Gebrauch gemacht, die grenzüberschreitende Verwahrstellennutzung für inländische AIF einzuführen (sog. Verwahrstellen-Passport). Inländische AIF, die von einer vollregulierten KVG verwaltet werden, können damit keine Verwahrstellen in anderen Mitgliedstaaten beauftragen. Umgekehrt dürfen EU-AIF jedoch die Möglichkeit des Verwahrstellen-Passports in Anspruch nehmen, wenn ihr Herkunftsmitgliedstaat die Option aus der AIFMD II umgesetzt hat (§ 80 Abs. 6 KAGB-E). Diese Änderungen sind zumindest für deutsche Verwahrstellen positiv, da sie nun von EU-AIF beauftragt werden können.

V. Depository Passporting

However, the German legislator has not made use in the FRiG draft of the option provided in AIFMD II to allow cross-border use of depositaries for domestic AIFs (so-called depository passport). Domestic AIFs managed by an authorized AIFM will therefore not be able to appoint depositaries in other Member States. Conversely, EU AIFs can take advantage of the depository passport if their home Member State has implemented the AIFMD II option (§ 80(6) KAGB draft). These amendments are at least positive for German depositaries, since they may now be appointed by EU AIFs.

VI. Erhöhte Anforderungen an die Auslagerung und Unterauslagerung

Die Auslagerung und Unterauslagerung werden künftig strengeren Vorgaben unterliegen. Dies betrifft sowohl Substanzanforderungen der auslagernden KVG als auch detaillierte Dokumentations- und Meldepflichten. Allein die Pflicht zur umfassenden Offenlegung von Volumina, Prozentsätzen und Organisationsstrukturen wird den administrativen Aufwand

VI. Increased Requirements for Delegation and Sub-Delegation

Delegation and sub-delegation will be subject to stricter requirements in the future. This affects both substance requirements for the delegating AIFM and detailed documentation and reporting obligations. In particular, the mandatory disclosure of volumes, percentages, and organizational structures will significantly increase administrative workload for

für die KVGen deutlich erhöhen. Zugleich müssen die Auslagerungs- und Unterauslagerungsunternehmen künftig die AIFMD/KAGB-Standards erfüllen – und zwar unabhängig von ihrem Sitz und ihrer Primärregulierung (§ 36 Abs. 1 Satz 1 Nr. 7 KAGB-E). Die gesetzliche Klarstellung entspricht in Deutschland bereits weitgehend der geltenden BaFin-Verwaltungspraxis.

VII. Konkretisierungen im Vollerlaubnisverfahren

Der Entwurf zum FRiG enthält einige Konkretisierungen zu den Voraussetzungen für den Erwerb einer KAGB-Vollerlaubnis.

In Bezug auf die Geschäftsleiter einer vollregulierten KVG wird klargestellt, dass künftig mindestens zwei Geschäftsleiter auf Vollzeitbasis vorhanden sein müssen, die zudem ihren Wohnsitz in der EU haben (§ 23 Nr. 2a KAGB-E).

Für der Anzeige dieser Geschäftsleiter im Erlaubnisverfahren wurden die einzureichenden Unterlagen und Beschreibungen konkretisiert (§ 22 Abs. 1 Nr. 2 KAGB-E). Die erforderlichen Angaben umfassen nun z. B. ausdrücklich die Beschreibung der Zuständigkeiten innerhalb und außerhalb der KVG und einen Überblick über die Zeit, die jeder Geschäftsleiter für seine Aufgaben verwendet. KVGen im Vollerlaubnisverfahren werden diese Änderungen begrüßen. Sie schaffen mehr Klarheit über die Anforderungen an die einzureichenden Unterlagen.

Zugleich enthält der Entwurf zum FRiG eine Ausschlussfrist für den Erlaubnis Antrag. Fordert die BaFin Unterlagen nach, sind diese innerhalb von drei Monaten beizubringen; sonst

AIFMs. In addition, delegates and sub-delegates will in future have to comply with AIFMD/KAGB standards – regardless of their place of incorporation or primary regulation (§ 36(1) sentence 1 no. 7 KAGB draft). This statutory clarification largely mirrors current BaFin supervisory practice in Germany.

VII. Clarifications in the Full Authorization Procedure

The FRiG draft contains certain clarifications on the requirements for obtaining an authorization under the KAGB.

For managing directors of an authorized AIFM, it is clarified that at least two full-time managing directors must be appointed, each of whom must also have their residence in the EU (§ 23 no. 2a KAGB draft).

The documents and descriptions to be submitted in the notification of these managing directors within the licensing procedure are further specified (§ 22(1) no. 2 KAGB draft). Required details now expressly include, for example, a description of responsibilities within and outside the AIFM and an overview of the time each managing director devotes to their tasks. These changes will be welcomed by AIFMs undergoing the licensing process, as they create more clarity around the application requirements.

The FRiG draft also introduces a cut-off date for completing an authorization application. If BaFin requests additional documents, these must be submitted within three months;

gilt der Antrag als zurückgenommen (§ 44 Abs. 6a KAGB-E). Die Intention der Frist ist aus dem Blickwinkel der Verfahrensbeschleunigung begrüßenswert. Der Entwurf verkennt allerdings, dass gerade die antragstellende KVG bereits selbst ein Interesse an einem zügigen Verfahren hat. Damit die Fiktionswirkung jedoch nicht zu unvorhersehbaren Rücknahmen führt und auch die Aufsichtsbehörde zur Verfahrensbeschleunigung beiträgt, sollte die BaFin zu abschließenden und themenspezifischen Nachforderungen angehalten werden. Eine entsprechende Klarstellung im Gesetzesentwurf wäre wünschenswert. Zudem sollten im Konsultationsverfahren für begründete Fälle die Gewährung von Fristverlängerungen und Nachfristen diskutiert werden.

otherwise, the application will be deemed to be withdrawn (§ 44(6a) KAGB draft). While the intention of expediting proceedings is commendable, the draft overlooks the fact that applying AIFMs themselves already have an inherent interest in swift procedures. To avoid unintended withdrawals and to ensure that BaFin also contributes to timely proceedings, BaFin should be required to issue final and topic-specific requests for documents. A corresponding clarification in the legislative text would be desirable. In addition, the consultation process should address the possibility of granting extensions and grace periods where justified.

VIII. Einführung von Liquiditätsmanagement-Tools

KVGen offener AIF müssen künftig eine Reihe von Liquiditätsmanagement-Tools wie Aussetzungen der Anteilsrücknahme, Side Pockets, Sachauskehrung u. ä. implementieren (vgl. § 30a KAGB-E). Solche Instrumente sind der jetzigen Fassung des KAGB grds. nicht unbekannt. Eine Vertiefung der Regelungen soll jedoch das Risiko unkontrollierter Anteilsrücknahmen in Stresssituationen weiter minimieren. Auch die KVGen von semi-liquiden Fonds, Evergreen-Fonds und Multi-Vintage-Fonds werden die Regelungen für die von ihnen verwalteten AIF implementieren müssen.

VIII. Introduction of Liquidity Management Tools

AIFMs of open-ended AIFs will be required to implement a range of liquidity management tools such as redemption suspensions, side pockets, in-kind redemptions, etc. (§ 30a KAGB draft). Such instruments are not new to the existing KAGB regime. However, a more detailed framework is intended to further mitigate the risk of uncontrolled redemptions in times of market stress. AIFMs of semi-liquid funds, evergreen funds, and multi-vintage funds will likewise need to implement these rules for the AIFs they manage.

IX. Vertrieb (von nicht-EU KVGen verwaltete AIF)

IX. Distribution (AIFs Managed by Non-EU AIFMs)

Auch beim Vertrieb von AIF, die durch nicht-EU KVGen verwaltet werden, wird in Bezug auf die Anforderungen an den Herkunftsmitgliedstaat der KVG und des AIF nachgeschärft. Der relevante Drittstaat darf nicht als Hochrisikoland nach Art. 9 Abs. 2 der RL (EU) 2015/849 geführt werden und nicht in Anhang I der EU-Liste nicht kooperativer Steuerjurisdiktionen erscheinen. Zudem soll eine Vereinbarung zwischen dem Drittstaat und Deutschland bestehen, die Art. 26 des OECD-Musterabkommens (Informationsaustausch) vollständig entspricht (vgl. §§ 329, 330 KAGB-E). In praktischer Hinsicht erfüllen die allermeisten Drittstaaten, die ein *Memorandum of Understanding* mit der BaFin geschlossen haben, diese neuen Voraussetzungen. Negative Auswirkungen der Änderungen auf den Vertrieb von Drittstaaten-AIF in Deutschland sind deshalb nicht zu erwarten.

E. Ausblick

Der Entwurf zum FRiG befindet sich derzeit noch in einem frühen Stadium des Gesetzgebungsverfahrens. Auf die Veröffentlichung des Referentenentwurfs am 08. August 2025 folgen nun die Stellungnahmen der betroffenen Verbände sowie die weiteren internen Abstimmungen im Bundesministerium der Finanzen.

Aufgrund der Umsetzungsfrist der AIFMD II bis zum 26. April 2026 drängt jedoch die Zeit. Auch deshalb soll der Gesetzesentwurf dem Vernehmen nach bereits im Herbst dieses Jahres in den Bundestag eingebracht und dort beraten werden. Auch hier ist ein zügiger Verfahrensverlauf zu erwarten.

Stricter requirements will also apply to the distribution of AIFs managed by non-EU AIFMs, particularly concerning the home state of the AIFM and the AIF. The relevant third country must not be listed as a high-risk jurisdiction under Article 9(2) of Directive (EU) 2015/849 nor may it appear on Annex I of the EU list of non-cooperative tax jurisdictions. In addition, an agreement between the third country and Germany must exist that fully complies with Article 26 of the OECD Model Tax Convention (information exchange) (§§ 329, 330 KAGB draft). In practice, the vast majority of third countries that have concluded a Memorandum of Understanding with BaFin already meet these new requirements. Therefore, no significant negative impact on the distribution of third-country AIFs in Germany is anticipated.

E. Outlook

The FRiG draft is still at an early stage in the legislative process. Following publication on 8 August 2025, industry associations will now submit their comments, and further internal deliberations will take place within the Federal Ministry of Finance.

Given the 26 April 2026 transposition deadline for AIFMD II, time is running short. It is therefore expected that the draft bill will be introduced into the Parliament already in autumn of this year for deliberation. A swift legislative process is anticipated.

Wir werden den Fortgang des Gesetzgebungsverfahrens eng begleiten, uns in die laufenden Verbandsanhörungen einbringen und Sie über wesentliche Änderungen auf dem Laufenden halten. Bei Fragen wenden Sie sich bitte jederzeit an eine der unten benannten Kontaktpersonen oder an Ihren Ansprechpartner bei POELLATH.

We will closely monitor the legislative progress, contribute actively to the ongoing stakeholder consultations, and keep you informed about key developments. If you have any questions, please do not hesitate to contact one of the persons listed below or your usual contact at POELLATH.



Uwe Bärenz



Tarek Mardini, LL.M. (UConn)



Dr. Stephan Schade



Dr. Tobias Lochen



Dr. Philip Schwarz van Berk, LL.M.
(London)



Dr. Robert Eberius, LL.M.
(Stellenbosch)



Dr. André Blischke



Ronald Buge



Dr. Peter Bujotzek, LL.M.



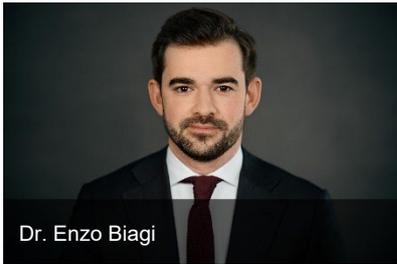
Dr. Andreas Gens, LL.M.



Dr. Jens Steinmüller, LL.M. (Boston)



Amos Veith, LL.M. (Aberdeen)



Dr. Enzo Biagi



Dr. Annemarie Bork

Über uns

POELLATH ist eine marktführende international tätige Wirtschafts- und Steuerkanzlei mit mehr als 180 Anwälten und Steuerberatern in Berlin, Frankfurt und München. Wir stehen für High-End-Beratung zu Transaktionen und Asset Management. Wir bieten Recht und Steuern aus einer Hand. In unseren ausgewählten und hoch-spezialisierten Praxisgruppen kennen wir nicht nur das Recht, sondern prägen gemeinsam mit unseren Mandanten die Best Practice im Markt. Nationale und internationale Rankings listen unsere Berater regelmäßig als führende Experten ihres Fachgebietes

Umfassenden Service bieten wir in folgenden Bereichen: Mergers & Acquisitions | Private Equity | Venture Capital | Investment Funds | Immobilientransaktionen | Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht | Finanzierungen | Steuerrecht | Nachfolge und Vermögen | Stiftungen und Non-Profit-Organisationen | IP/IT-, Vertriebs- und Kartellrecht | Prozessführung und Schiedsverfahren.

About us

POELLATH is a market-leading international business and tax law firm with more than 180 lawyers and tax advisors in Germany. We stand for high-end advice on transactions and asset management. We offer legal and tax advice from one source. In our selected and highly specialized practice groups, we not only know the law, but shape the best practice in the market together with our clients. National and international rankings regularly list our professionals as leading experts in their fields.

We offer comprehensive service in the following areas: Mergers & Acquisitions | Private Equity | Venture Capital | Investment Funds | Real Estate | Corporate and Capital Markets | Finance | Tax | Private Clients | Foundations and Non-Profit Organizations | IP/IT, Distribution and Anti-trust Law | Litigation and Arbitration.