

Die „neue“ Anlageverordnung

Ein Update zum GSK Update vom 5. Juni 2014

Executive Summary

- > Privilegierungen für Anlagen in Private-Equity-Fonds
- > Klarstellung zu geschlossenen Immobilien-Spezial-AIF
- > Konkretisierungen für offene Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen
- > Vergleichbarkeitsprüfung bei Außer-EWR-Anlagen

1. Hintergrund und Einleitung

Im Mai 2014 hatte das Bundesministerium der Finanzen (BMF) einen Referentenentwurf zur Überarbeitung der sogenannten Anlageverordnung veröffentlicht. Die hierin vorgesehenen Änderungen hatten wir Ihnen in unserem [GSK Update vom 5. Juni 2014](#) ausführlich dargestellt.

Am 25.2.2015 hat die Bundesregierung die neue Anlageverordnung beschlossen.

Im Folgenden möchten wir Ihnen die wichtigsten Änderungen der nunmehr beschlossenen Anlageverordnung gegenüber der Entwurfsfassung vom Mai 2014 zusammenfassend darstellen.

2. Abgrenzung zwischen offenen und geschlossenen Investmentvermögen

Bemerkenswert ist, dass für den Bereich der Anlageverordnung für die Abgrenzung zwischen offenen und geschlossenen Investmentvermögen das bisherige deutsche Aufsichtsverständnis weiter maßgebend ist, das von der Definition von offenem und geschlossenem Investmentvermögen ausgeht, wie sie sich aus § 1 Absatz 4 und 5 des KAGB in der bis zum 19. Juli 2014 geltenden Fassung ergibt. Abweichend von dem Verständnis der europäischen Regulierung qualifiziert ein Investmentvermögen damit nur dann als offen, wenn die Anleger mindestens

einmal pro Jahr das Recht zur Rückgabe gegen Auszahlung ihrer Anteile oder Aktien aus dem Investmentvermögen haben. Insoweit besteht hier eine Diskrepanz zwischen der investimentrechtlichen und der versicherungsaufsichtsrechtlichen Beurteilung, ob ein Investmentvermögen offen oder geschlossen ist. Unabhängig von den hiergegen möglicherweise bestehenden europarechtlichen Bedenken ist die unterschiedliche Qualifikation aus der Sicht der Marktteilnehmer sicherlich kaum nachzuvollziehen.

3. Privilegierungen für Anlagen in Private-Equity-Fonds

Die Anlage in Private-Equity-Fonds wird in der neuen Anlageverordnung gleich in mehrfacher Hinsicht gegenüber anderen Fondsanlagen privilegiert:

- Im Gegensatz zu allen übrigen Fondsanlagen ist in der neuen Anlageverordnung für die Anlage in Private-Equity-Fonds vorgesehen, dass auch solche Private-Equity-Fonds erwerbbar sind, deren Kapitalverwaltungsgesellschaft „nur“ nach § 44 KAGB **registriert** ist.
- Demgegenüber wurde bei den übrigen Fondsanlagen (z.B. Immobilienfonds, Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen) eine entsprechende Ergänzung nicht vorgenommen. Hieraus muss geschlossen werden, dass andere AIF, deren Kapitalverwaltungsgesellschaft nicht über eine Erlaubnis, sondern nur über eine Registrierung verfügt, kein zulässiger Anlagegegenstand sind.
- Zudem soll es bei Investitionen über einen Dachfonds in Private-Equity-Fonds **nicht** erforderlich sein, dass die Private-Equity-Zielfonds selbst die Voraussetzungen nach § 2 Absatz 1 Nr. 13 b der neuen Anlageverordnung erfüllen. Anders als im Bereich der Immobilienfonds und der Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen gilt hier demnach ebenso wie bei den sonstigen Alternativen Investmentvermögen nach § 2 Ab-

satz 1 Nr. 17 der neuen Anlageverordnung kein Durchschauprinzip. Die hierdurch entstehende Umgehungsgefahr soll im Rahmen der Überarbeitung des sogenannten Kapitalanlagerundschreibens der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) geregelt werden.

- Bei Private-Equity-Fonds sind – im Gegensatz zu den übrigen Arten von Investmentvermögen – auch solche Private-Equity-Fonds erwerbbar, die von einer Kapitalverwaltungsgesellschaft mit Sitz in einem **Vollmitgliedstaat der OECD, der nicht zum EWR gehört**, verwaltet werden, soweit die Kapitalverwaltungsgesellschaft zum Schutz der Anleger einer öffentlichen Aufsicht unterliegt und diese über eine Erlaubnis oder Registrierung verfügt, die einer Erlaubnis nach § 20 KAGB oder einer Registrierung nach § 44 KAGB vergleichbar ist (zur Vergleichbarkeit s.u.).



4. Klarstellung zu geschlossenen Immobilien-Spezial-AIF

Im Hinblick auf **geschlossene Immobilien-Spezial-AIF** war der Referentenentwurf vom Mai 2014 noch widersprüchlich. Nach dem Wortlaut des Referentenentwurfs wären lediglich der Erwerb von offenen Immobilien-Spezial-AIF und geschlossenen Immobilien-Publikums-AIF, nicht aber der Erwerb von geschlossenen Immobilien-Spezial-AIF zulässig gewesen. Demgegenüber ergab sich jedoch schon aus der Begründung zum Referentenentwurf, dass auch geschlossene Immobilien-Spezial-AIF künftig erwerbbar sein sollten. Bereits im GSK Update vom 5. Juni 2014 hatten wir im Zusammenhang mit der Anlage in offene und geschlossene Immobilienfonds die Auffassung vertreten, dass zukünftig auch Anteile an geschlossenen inländischen Spezial-AIF erwerbbar Vermögensgegenstände sind.

In der nun beschlossenen Fassung der Anlageverordnung wurde das vorstehende **Redaktionsversehen** beseitigt, so dass nunmehr klargestellt ist, dass neben offenen auch geschlossene Immobilien-Spezial-AIF zulässige Anlagegegenstände sind.

5. Konkretisierungen für offene Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen

Abzuwarten bleibt, ob die bisherigen weitergehenden versicherungsrechtlichen Anforderungen, die bislang aufgrund der Vorgaben im Kapitalanlagerundschreiben für Spezialfonds galten, weiterhin für Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen nach Nr. 16 gelten werden. Im Einzelnen sind bzw. waren dies die folgenden Beschränkungen:

- Derivate dürfen innerhalb der offenen Spezial-AIF nur gemäß § 197 Absatz 1 KAGB eingesetzt werden. Bei Immobilienfonds dürfen Derivate nur zu Absicherungszwecken wie bislang eingesetzt werden.
- Sonstige Anlageinstrumente gemäß § 198 Nr. 1 KAGB sind auf bis zu 20%, sonstige Anlageinstrumente gemäß § 198 Nr. 1 bis 4 sind auf insgesamt bis zu 30% des Inventarwertes des offenen Spezial-AIF beschränkt.
- Unverbriefte Darlehensforderungen gemäß § 221 Absatz 1 Nr. 4 KAGB sind auf bis zu 30% des Inventarwertes des offenen Spezial-AIF beschränkt.
- Wertpapierdarlehensgeschäfte müssen bezüglich der Sicherheitsleistungen die Anforderungen der §§ 200 bis 202 KAGB erfüllen.
- In Dach-Hedgefonds nach §§ 225 bis 229 KAGB und in Hedgefonds nach § 283 KAGB dürfen nur bis zu 49% des offenen Spezial-AIF investiert werden.
- Eine Sachauskehrung, insbesondere eine physische Lieferung von Edelmetallen, muss ausgeschlossen sein.
- Investmentvermögen nach Nr. 16 müssen transparent sein, damit sie für das gebundene Vermögen geeignet sind.

Eine zwischenzeitlich eingefügte konkrete Aufnahme der vorstehenden Anforderungen in der Begründung zu Nr. 16 wurde zwar in der jetzt beschlossenen Fassung wieder herausgenommen, was für eine künftige Flexibilisierung sprechen könnte. Andererseits führt die Regierungsbegründung weiterhin aus, dass durch die Schaffung der Regelung

in der neuen Nr. 17 nunmehr auch eine Investition in AIF ermöglicht wird, die bspw. zu 100% in unverbrieft Darlehen investieren. Dies spricht eher gegen eine weite Auslegung im Bereich der Nr. 16.

Zusätzlich müssen die Anteile an offenen AIF ausreichend fungibel sein. Anders als in der Entwurfsfassung vom Mai 2014 macht der Verordnunggeber hierzu aber keine konkreten Vorgaben, sondern überträgt die nähere Ausgestaltung der BaFin. Nach der bisherigen Verwaltungspraxis der BaFin war die erforderliche Fungibilität in Abhängigkeit von den Vermögensanlagen des Fonds zu bestimmen und bedeutete eine Anteilsrücknahmemöglichkeit von mindestens einmal im Monat (Wertpapierfonds bzw. Fonds mit überwiegend liquiden Anlagen wie Geldmarktinstrumenten und Bankguthaben) bis zu alle sechs (Immobilienfonds) bzw. sieben Monate (Sonstige Sondervermögen).

Die versicherungsaufsichtsrechtlichen Anforderungen an offene Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen sind damit auch zukünftig strenger als die investimentrechtlichen Anforderungen nach dem KAGB. Wesentliche inhaltliche Änderungen sind hiermit gegenüber der derzeitigen Rechtslage jedoch nicht verbunden.

6. Vergleichbarkeitsprüfung bei Außer-EWR-Anlagen

Die neue Anlageverordnung sieht an verschiedenen Stellen vor, dass inländische oder EU-Investmentvermögen, die von einer Kapitalverwaltungsgesellschaft mit Sitz innerhalb des EWR, die zum Schutz der Anleger einer öffentlichen Aufsicht unterliegen und über eine Erlaubnis verfügen, die einer Erlaubnis nach § 20 KAGB vergleichbar ist, den von einer inländischen Kapitalverwaltungsgesellschaft verwalteten Investmentvermögen gleichgestellt sind. Im Zusammenhang mit der Anlage in Private-Equity-Fonds führt die Begründung aus, dass bei Kapitalverwaltungsgesellschaften, die ihren Sitz im EWR haben, die Vergleichbarkeit aufgrund des einheitlichen europäischen Rahmens der AIFM-Richtlinie grundsätzlich gegeben sei. Dies gilt analog auch für Europäische Risikokapitalfonds nach § 337 KAGB und Europäische Fonds für soziales Unternehmertum nach § 338 KAGB.

Im Zusammenhang mit Private-Equity-Fonds, bei denen die Verwaltungsgesellschaft ihren Sitz außerhalb des EWR in einem Vollmitgliedstaat der

OECD hat, ist die Vergleichbarkeitsprüfung von den Versicherungsunternehmen in eigener Verantwortung vor Erwerb der Anteile oder Aktien vorzunehmen. Fraglich ist, welche Anforderungen an die Vergleichbarkeitsprüfung einer lediglich „registrierten“ Kapitalverwaltungsgesellschaft mit Sitz außerhalb des EWR zu stellen sein werden, insbesondere wird abzuwarten sein, ob die BaFin hierbei auch die Einhaltung der für eine Registrierung maßgeblichen Schwellenwerte aus der AIFM-Richtlinie ([siehe hierzu unser Update vom 5. Juni 2014](#)) für erforderlich erachten wird.



7. Würdigung

Das Zugrundelegen unterschiedlicher Definitionen für die Einordnung als offenes oder geschlossenes Investmentvermögen für Zwecke der Investimentaufsicht einerseits und für die Versicherungsaufsicht ist bei der zukünftigen Beurteilung eines Investmentvermögens zu berücksichtigen.

Die weitreichenden Erleichterungen gerade im Bereich der Private-Equity-Fonds sind auf die erheblichen Anstrengungen der entsprechenden Branchenvertreter zurück zu führen und sind in der Sache zu begrüßen. Insbesondere die Verwaltungsgesellschaften im Bereich Private-Equity haben seit dem Inkrafttreten der AIFM-Regulierung in den jeweiligen Mitgliedstaaten vielfach von den Möglichkeiten der Registrierung ohne vollständige Erlaubnis Gebrauch gemacht. Zudem investieren eine Vielzahl von Dachfonds gerade in nicht regulierte Private-Equity-Fonds mit Domizilierung außerhalb des EWR. Die Mehrzahl der hier im Markt der institutionellen Investoren marktgängigen Private-Equity-Fonds wären mithin nicht mehr als Vermögensanlage unter der Anlageverordnung geeignet gewesen. Allerdings bleibt abzuwarten, wie die BaFin im Rahmen des angekündigten Aufsichtsrundschreibens die

hiermit verbundenen Umgehungsmöglichkeiten eingrenzt. Es muss allerdings hinterfragt werden, warum die zu begrüßenden Erleichterungen nur für Anlagen im Bereich der Private-Equity-Fonds eingeführt wurden, da jedenfalls eine entsprechende Erweiterung im Bereich z.B. der Immobilienfonds ebenso die Bedürfnisse des Marktes getroffen hätte.

Die Klarstellungen zur Geeignetheit von geschlossenen Immobilien-Spezial-AIF sind zu begrüßen.

Abzuwarten bleibt, welche Anforderungen die BaFin künftig an die Fungibilität der Anteile an einem AIF stellen wird und ob sie ihre bisherigen weitergehenden versicherungsrechtlichen Anforderungen im Bereich des Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen künftig aufrechterhalten wird.

Auch bei der Frage der Vergleichbarkeit von Drittstaaten-Anlagen dürfte damit zu rechnen sein, dass die BaFin in einem künftigen Kapitalanlagerundschreiben konkretisiert, wann von einer Vergleich-

barkeit ausgegangen werden kann. Hier bleibt zunächst eine gewisse Rechtsunsicherheit bestehen.

Ohnehin wird abzuwarten sein, welche gegebenenfalls zusätzlichen Anforderungen bzw. Konkretisierungen sich bezüglich der neuen Anlageklassen aus dem noch zu erlassenden Kapitalanlagerundschreiben der BaFin ergeben werden.

Sascha Zentis

Rechtsanwalt und Notar
Standort Frankfurt
zentis@gsk.de

Dr. Timo Patrick Bernau

Rechtsanwalt
Standort München
bernau@gsk.de

Urheberrecht

GSK Stockmann + Kollegen - Alle Rechte vorbehalten. Die Wiedergabe,ervielfältigung, Verbreitung und/oder Bearbeitung sämtlicher Inhalte und Darstellungen des Beitrages sowie jegliche sonstige Nutzung ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung von GSK Stockmann + Kollegen gestattet.

Haftungsausschluss

Diese Mandanteninformation enthält ausschließlich allgemeine Informationen, die nicht geeignet sind, den besonderen Umständen eines Einzelfalles gerecht zu werden. Sie hat nicht den Sinn, Grundlage für wirtschaftliche oder sonstige Entscheidungen jedweder Art zu sein. Sie stellt keine Beratung, Auskunft oder ein rechtsverbindliches Angebot auf Beratung oder Auskunft dar und ist auch nicht geeignet, eine persönliche Beratung zu ersetzen. Sollte jemand Entscheidungen jedweder Art auf Inhalte dieser Mandanteninformation oder Teile davon stützen, handelt dieser ausschließlich auf eigenes Risiko.

GSK Stockmann + Kollegen und auch die in dieser Mandanteninformation namentlich genannten Partner oder Mitarbeiter übernehmen keinerlei Garantie oder Gewährleistung, noch haftet GSK Stockmann + Kollegen und einzelne Partner oder Mitarbeiter in irgendeiner anderen Weise für den Inhalt dieser Mandanteninformation. Aus diesem Grund empfehlen wir, in jedem Fall eine persönliche Beratung einzuholen.

www.gsk.de

GSK STOCKMANN + KOLLEGEN

BERLIN

Mohrenstraße 42
10117 Berlin
Tel +49 30 203907-0
Fax +49 30 203907-44
berlin@gsk.de

HEIDELBERG

Mittermaierstraße 31
69115 Heidelberg
Tel +49 6221 4566-0
Fax +49 6221 4566-44
heidelberg@gsk.de

FRANKFURT/M.

Taunusanlage 21
60325 Frankfurt
Tel +49 69 710003-0
Fax +49 69 710003-144
frankfurt@gsk.de

MÜNCHEN

Karl-Scharnagl-Ring 8
80539 München
Tel +49 89 288174-0
Fax +49 89 288174-44
muenchen@gsk.de

HAMBURG

Neuer Wall 69
20354 Hamburg
Tel +49 40 369703-0
Fax +49 40 369703-44
hamburg@gsk.de

BRÜSSEL

GSK Stockmann + Kollegen
209a Avenue Louise
B-1050 Brüssel
Tel +32 2 6260 740
Fax +32 2 6260 749
bruessel@gsk.de

SINGAPUR

GSK Stockmann (Singapore)
Pte. Ltd.
25 International Business Park
German Centre, #04-113
Singapore 609916
Tel +65 6562 8696
Fax +65 6562 8697
singapore@gsk.de

UNSERE PARTNER DER BROADLAW GROUP:

Lefèvre Pelletier & associés in Frankreich, Nabarro in Großbritannien, Nunziante Magrone in Italien und Roca Junyent in Spanien

www.broadlawgroup.com