



6. März 2015

Was lange währt, wird endlich gut?

http://docs.bepartners.pro/news/2015-03-06_bgbl_anlv.pdf

Zehn Monate vor Beginn Solvency II ist es soweit: Die neue Anlageverordnung wurde heute im Bundesgesetzblatt veröffentlicht. Angesichts der Verzögerung des Gesetzgebungsverfahrens von mehr als sieben Monaten haben wir grundlegendere Änderungen erwartet. Letztlich gibt es Neues nur für die regulierten Private Equity-Fonds und die offenen Spezialfonds mit festen Anlagebedingungen.

1. Eine Nummer für die Immobilienquote

Gegenüber dem Gesetzesentwurf aus Mai 2014 ist die verabschiedete Fassung der Nr. 14 c) der Sache nach nicht mehr geändert worden. Unter der neuen Anlageverordnung werden Immobilienfonds in der neu gefassten Nr. 14 c) des Anlagenkatalogs zusammengefasst. Darunter fallen neben den offenen Fonds auch die geschlossenen Fonds. Die Kapitalverwaltungsgesellschaft muss über eine Voll-Erlaubnis nach § 20 Abs. 1 KAGB verfügen. Eine bloße Registrierung der Kapitalverwaltungsgesellschaft nach § 44 KAGB, wie sie für die Private Equity Fonds als ausreichend gesehen wurde, reicht für die Immobilienfonds nicht aus. Auch bei der Belegenheit ist das Bundeskabinett für die Immobilien (EWR) strenger als für Private Equity (EWR und OECD).

1.1 EWR-Belegenheit

Ein ausländischer Fonds ist geeignet, wenn er dem Recht eines EWR-Vertragsstaats unterliegt und auch seine Verwaltungsgesellschaft (der AIFM) den Sitz im EWR hat. In einem OECD-Staat ansässige Fonds sind, anders als im Bereich Private Equity, für die Immobilienquote nicht erwerbbar. US-Fonds bleiben damit außen vor. Eine Master-Feeder-Struktur hilft nicht, weil – auch das ist für Private Equity anders geregelt – für Immobilien-Zielfonds vorausgesetzt wird, dass auch diese nach der Nr. 14 c) qualifizieren.

Außerdem muss die Verwaltungsgesellschaft einer öffentlichen Aufsicht zum Schutz der Anleger unterliegen und über eine Erlaubnis verfügen, die der Erlaubnis § 20 Abs. 1 KAGB vergleichbar ist. Eine Verwaltungsgesellschaft, die nach dem Recht eines EWR-Staates als AIFM zugelassen ist, verfügt über eine vergleichbare Erlaubnis. Das wird jetzt auch in der Gesetzesbegründung klargestellt.

1.2 Anlagegegenstände

Immobilienfonds unter Nr. 14 c) müssen (direkt oder indirekt) in

- Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte sowie Nießbrauchrechte an bestimmten Liegenschaften (§ 231 Abs. 1 Nr. 1 bis 6 KAGB) und
- Immobiliengesellschaften nach § 235 Abs. 1 KAGB

investieren. Das Anlageuniversum eines Fonds in der Immobilienquote bleibt damit eng: unternehmerisch agierende Fonds müssen über die Beteiligungsquote erworben werden. Selbstverständlich ist, dass Fonds unter der Nr. 14 c) vollständig auf die Immobilienquote angerechnet werden können (§ 3 Abs. 5 AnIV) – sie dürfen ja auch nur genauso anlegen wie unser alter offener Immobilien-Spezialfonds unter dem Investmentgesetz.

Nr. 14 c) verweist nicht auf Anlagen in liquide Vermögensgegenstände nach § 253 KAGB. Aus unserer Sicht müssen zusätzliche Anlagen zur Vorhaltung und Verwaltung von Liquidität aber statthaft sein, zumal jeder AIFM verpflichtet ist, ein Liquiditätsmanagement vorzuhalten, soweit er geschlossene Fonds mit Leverage oder offene Fonds verwaltet.

1.3 Leverage

Die Nr. 14 c) enthält keine Regelung zur Aufnahme von Krediten durch den Immobilienfonds (Leverage). Auch im Kapitalanlagegesetzbuch ist eine konkrete Beschränkung der Kreditaufnahme nur für offene Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen und für Publikums-AIF vorgesehen. Eine Obergrenze für die langfristige Kreditaufnahme der Immobilienfonds wird aber voraussichtlich von der Versicherungsaufsicht im Kapitalanlagerundschriften festgelegt werden. Bislang galt für inländische Fonds eine Grenze von 50 % bezogen auf den Wert des Immobilienvermögens, für ausländische waren bis zu 60 % möglich.

1.4 Dachfonds und Feeder-Fonds, freie Übertragbarkeit

Bei indirekten Anlagen über Dachfonds müssen auch die Zielfonds den Anforderungen der Nr. 14 c) genügen. Außerdem müssen die Anteile frei übertragbar sein; das gilt nach dem



Wortlaut der Gesetzesbegründung auch für offene Immobilien-Spezial-AIF, auch wenn sie die bislang vorgeschriebenen halbjährlichen Anteilrücknahmen vorsehen.

2. Beteiligungsquote

Für die Nr. 13 a) bleibt mit einer Ausnahme alles beim Alten: in Abgrenzung zu Nr. 13 b) werden hier nur noch solche Strukturen subsumiert, die keinerlei Aufsicht unterliegen. Der Wortlaut ist gleich geblieben, damit sollte auch die Auslegung durch die BaFin genau wie unter der alten Nr. 13 bleiben. Ausländische Fonds außerhalb jeder Regulierung können also unter den bekannten Voraussetzungen der Nr. 13 a) zugeordnet werden.

Inländische Private Equity-Fonds sind nach Nr. 13 b) erwerbbar, wenn es sich um geschlossene AIF handelt. Die Abgrenzung zwischen offenen und geschlossenen AIF wird nicht wie im Kapitalanlagegesetzbuch und der EU-Verordnung 694/2014 vom Ausschluss aller Rückgaberechte vor Beginn der Liquidations- oder Auslaufphase abhängen. Statt dessen wird die ursprünglich von der ESMA vorgeschlagene (und daraufhin im ursprünglichen § 1 Abs. 4 KAGB umgesetzte) Abgrenzung anhand des mindestens jährlichen Rückgaberechts angewendet; das ergibt sich nicht aus dem Gesetz, aber aus seiner Begründung. Das ist erfreulich, weil damit die Freiheit besteht, Exitmöglichkeiten auch vor der Abwicklungsphase zu vereinbaren.

Unter die Nr. 13 b) fällt zukünftig alles, was nunmehr wegen der Aufsicht von der Nr. 13 a) nicht erfasst wird. Unter dem AIFMD-Regime ist in Europa sowieso jeder Fondsmanager beaufsichtigt.

Die Einordnung von Real Estate Private Equity Fonds unter Nr. 13 b) ist unseres Erachtens auch unter der neuen Anlageverordnung weiterhin möglich. Als Anlagegegenstand für Nr. 13 b) werden nur Unternehmensbeteiligungen im Sinne von § 261 Abs. 1 Nr. 4 KAGB vorausgesetzt. Die Gesetzesbegründung zur Anlageverordnung ergänzt, dass der Anlagehorizont in Fortführung der Aufsichtspraxis zur bisherigen Nr. 13 zu verstehen sei. Das heißt, einem Immobilien-AIF, der wegen seiner unternehmerischen Strategie nicht unter Nr. 14 c) eingeordnet werden kann, steht weiterhin die Qualifikation als Real Estate Private Equity Fonds offen, auch wenn es sich um einen AIF handelt. Denn für eine Schlechterstellung von Private Equity Real Estate Fonds durch die neue Anlageverordnung gäbe es auch keinen Grund.

Das Anlageuniversum der Nr. 13 umfasst auch eigenkapitalähnliche Instrumente und – das ist in der verabschiedeten Fassung neu – andere Instrumente der Unternehmensfinanzierung. Liquide Mittel können nach der Begründung nur in geringem Umfang eingesetzt werden; Derivate sind nur zur Absicherung erlaubt.

Fonds, die Unternehmen oder Infrastruktur finanzieren sind ebenfalls möglich. Dabei sind Instrumente der Unternehmensfinanzierung oder Infrastrukturfinanzierung abzugrenzen vom bloßen Halten von Darlehen; denn reine Darlehensfonds sollen nach der Gesetzesbegründung der Nr. 17 zuzuordnen sein. Voraussetzung für die Nr. 13 ist die bankähnliche Darlehensausreichung.

Ausländische Fonds sind geeignet, wenn sie vergleichbar sind und dem Recht eines EWR-Vertragsstaats oder eines Vollmitgliedstaats der OECD unterliegen. Auch die Verwaltungsgesellschaft muss ihren Sitz in einem solchen Staat haben sowie einer öffentlichen Aufsicht zum Schutz der Anleger unterliegen und über eine Erlaubnis oder Registrierung verfügen, die der Erlaubnis bzw. der Registrierung nach dem Kapitalanlagegesetzbuch vergleichbar ist.

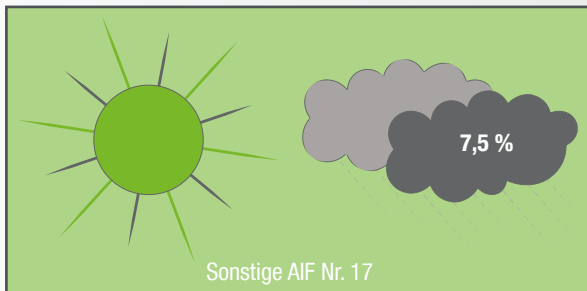
Anders als im ursprünglichen Entwurf vorgesehen müssen bei indirekten Anlagen die Zielfonds nicht den Anforderungen der Nr. 13 b) genügen. Nur Umgehungsfälle will die BaFin noch in einem Rundschreiben benennen. Die Anteile an dem Fonds müssen frei übertragbar sein.

3. OGAW und offene Spezial-AIF: die Master-KVG bleibt

Nach der neuen Nr. 15 sind inländische OGAW und vergleichbare ausländische OGAW geeignet. Ob eine Vergleichbarkeit angesichts der weitgehenden Harmonisierung der OGAW überhaupt statthaft ist, scheint aus unserer Sicht zweifelhaft.

Wichtig ist, dass mit der Änderung der Anlageverordnung alle offenen Fonds unter Nr. 15 und Nr. 16 transparent sein müssen, also auch OGAW. Die Möglichkeit, intransparente Fonds voll oder nach Maßgabe der Anlagebedingungen auf die besonderen Mischungsquoten anzurechnen, ist aus § 3 Abs. 4 AnIV gestrichen worden.

Das ursprüngliche Vorhaben, unter der Nr. 16 nur offene Spezial-AIF zuzulassen, die in OGAW-konforme Vermögensgegenstände investieren, ist zurückgenommen worden. Nr. 16 erlaubt nunmehr das Führen von offenen Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen im gebundenen Vermögen, soweit es sich nicht um Immobilien-AIF nach Nr. 14 c) handelt. Damit wird die Rechtslage und voraussichtlich auch die Verwaltungspraxis für die Spezial-Sondervermögen nach dem Investmentgesetz weitergeführt. Das ist gut und folgerichtig, denn andernfalls liefe die Fortführung des Spezialfondsregimes im Kapitalanlagegesetzbuch (§ 284 KAGB) für die Versicherungen ins Leere. Die bestehenden Spezialfonds, insbesondere die Master KVG-Strukturen, müssen also nicht umstrukturiert werden. Aber: Soweit Spezial-AIF Vermögensgegenstände halten, die nicht dem Anlagenkatalog des § 2 Abs. 1 AnIV zugerechnet werden können, belasten sie die neue 7,5 %-Quote für alternative Investments.



Sonstige AIF Nr. 17

4. Der neue Stern am Horizont: die Nr. 17

Alle Fonds, die nicht als Private Equity-, Immobilien- oder Wertpapierfonds unter Nr. 13 b), 14 c), 15 oder 16 fallen, sind unter den weiteren Voraussetzungen nach der Nr. 17 für das gebundene Vermögen geeignet. Die weiteren Erwerbsvoraussetzungen (Sitz des Fonds und der Verwaltungsgesellschaft, Erlaubnis der Verwaltungsgesellschaft, Investmentaufsicht für ausländische Fonds) sind identisch mit den Voraussetzungen nach Nr. 14 c) und Nr. 16.

Einziger Wermutstropfen: Die Anlagen in Fonds nach der neuen Nr. 17 unterliegen – zusammen mit Hedgefonds- und Rohstoffanlagen und dem „Restwert“ der Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen – einer Mischungsquote von 7,5 %. Die Streuungsquote hängt davon ab, ob es sich um offene oder geschlossene Fonds handelt und das Fondsvermögen ausreichend diversifiziert ist.

5. Bestandsschutz für Fonds unter der bisherigen Nr. 13

Beteiligungen an Private Equity- und anderen Fonds, die vor Inkrafttreten der Änderungen unter der früheren Nr. 13 ordnungsgemäß erworben wurden, stehen durch § 6 Abs. 3 Satz 2 AnIV unbegrenzt unter Bestandsschutz. Erwerb meint in diesem Zusammenhang das Verpflichtungsgeschäft, also die Kapitalzusage. Die Bedienung solcher vor dem Stichtag abgegebener Kapitalzusagen ist für den Bestandsschutz unschädlich. Zukäufe aufgrund später eingegangener Verpflichtungen oder Zeichnungsverträge sind nicht möglich.

6. Fazit



Es hat lange gedauert mit der neuen Anlageverordnung, neue Wege werden trotzdem kaum ermöglicht. Die Änderungen für Private Equity und der Erhalt des tradierten Spezialfonds sind erfreulich. Mehr Flexibilität im Bereich Immobilien, zum Beispiel Einbeziehung von OECD-Fonds und die Einbeziehung von Immobilienfinanzierungen in die Immobilienquote wären ein weiterer Schritt gewesen. Immerhin, die neue Nummer 17 mag trösten und – für die Versicherungen ist bereits nach weiteren 10 Monaten die neue Anlageverordnung wieder Geschichte.

bei Rückfragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.



Dr. Carsten Bödecker
Partner . Steuerberater . Rechtsanwalt
Tel. +49 211 946847-51
Fax +49 211 946847-01
carsten.boedecker@bepartners.pro



Carsten Ernst
Partner . Steuerberater
Tel. +49 211 946847-52
Fax +49 211 946847-01
carsten.ernst@bepartners.pro



Harald Kuhn
Partner . Rechtsanwalt
Tel. +49 211 946847-54
Fax +49 211 946847-01
harald.kuhn@bepartners.pro



Alexander Skowronek
Steuerberater . Rechtsanwalt
Tel. +49 211 946847-62
Fax +49 211 946847-01
alexander.skowronek@bepartners.pro