



2. März 2017

## Kapitalanlagerundschriften im Konsultationsentwurf

[http://docs.bepartners.pro/2016-12-21\\_BaFin\\_Kapitalanlegerundschriften.pdf](http://docs.bepartners.pro/2016-12-21_BaFin_Kapitalanlegerundschriften.pdf)

Bereits am 21. Dezember 2016 hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht einen Entwurf für ein Kapitalanlagerundschriften für Solvency I Anleger auf ihrer Internetseite eingestellt. Aus unserer Sicht blieb im Wesentlichen alles beim Alten, weswegen wir Sie erst mit Veröffentlichung des finalen Schreibens informieren wollten. Tatsächlich ist aber eine Diskussion entbrannt, wonach das Schreiben schwerwiegende Folgen für die Anlage in Beteiligungen wie Private Equity Fonds und Kreditfonds hätte. An dieser Diskussion wollen wir uns jetzt doch beteiligen.

### 1. Bedeutung des Schreibens beschränkt sich auf Solvency I Anleger

Seit der Geltung von Solvency II gilt für die Kapitalanlage von Versicherungsunternehmen allein der Grundsatz der unternehmerischen Vorsicht, soweit die Versicherungen sich für ihre internen Anlagerichtlinien nicht selbst wieder an der Anlageverordnung orientieren.

Die Solvency I-Regelungen für die Kapitalanlage bleiben allerdings für diejenigen Unternehmen, für die Solvency II nicht gilt (kleine Versicherungsunternehmen, Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung und Sterbekassen). Daneben kommen Versorgungswerke und andere Einrichtungen der Altersvorsorge als Anwender der Anlageverordnung (siehe unser [beleuchtet vom 25. April 2016, Neue Anlageverordnung für das Sicherungsvermögen](#)) und damit auch des Kapitalanlagerundschriften in Frage. Ob das der Fall ist, richtet sich nach dem jeweiligen Landes- oder Satzungsrecht.

### 2. Nicht viel Neues

Die Anlageverordnung, auf die sich das alte Kapitalanlagerundschriften aus dem Jahr 2011 bezog, ist vor allem wegen der neuen Systematik des Kapitalanlagegesetzes mit der Anlageverordnung 2015 umgestellt worden, etwa durch die Unterscheidung zwischen OGAW und AIF. Im Katalog der Anlageformen betrifft dies die Nummern 13 bis 17. Die Gesetzesbegründungen zu der Anlageverordnung 2015

waren hierzu bereits sehr ausführlich und die Änderungen in 2016 nicht wesentlich, so dass auch der jetzige Entwurf des Kapitalanlagerundschriften nicht viel Neues zu bieten hat. Aufgrund einzelner Formulierungen im Entwurf des neuen Kapitalanlagerundschriften, hat jedoch eine Diskussion zu bestimmten Punkten eingesetzt.

### 2.1 Fremdkapitalaufnahme bei Beteiligungen nach Nummer 13

Diskutiert wird die Frage, ob zukünftig im Rahmen der Beteiligungsanlage nach § 2 Absatz 1 Nummer 13 Anlageverordnung eine Beschränkung der Fremdkapitalaufnahme auch für Private Equity Fonds und Kreditfonds gelte. Im Entwurf des Kapitalanlagerundschriften heißt es bei den Ausführungen zu den geschlossenen Alternativen Investmentfonds unter B.4.9 Buchstabe b) auf Seite 35: „Eine kurzfristige Fremdmittelaufnahme in Höhe von 10% ist möglich.“ Daraus ist teilweise geschlossen worden, dass nunmehr allgemein für geschlossene Alternative Investmentfonds nach Nummer 13 eine Begrenzung der Fremdmittelaufnahme eingeführt werde. Unseres Erachtens ist der oben zitierte Satz aber im Zusammenhang mit den anderen Regelungen in diesem Absatz des Entwurfs zu lesen und bezieht sich damit allein auf Holdinggesellschaften und Dachfonds.

In dem vorherstehenden Absatz heißt es: „Zugelassen für die Anlage im Sicherungsvermögen sind nach Nummer 13 Buchstabe b ferner Beteiligungen an sogenannten geschlossenen Private-Equity-Fonds, die über ihre Zielbeteiligungsunternehmen unternehmerische Risiken eingehen.“ Der folgende Absatz des Entwurfs, in dem auch der Satz mit der Beschränkung der Fremdkapitalaufnahme steht, beginnt dann: „Es gilt, wie bei Anlagen nach Nummer 13 Buchstabe a, der Gefahr der Umgehung der Anlageverordnung entgegenzuwirken.“ Eine Umgehung sah die BaFin auch bisher darin, dass nicht unternehmerisch tätige geschlossene Alternative Investmentfonds unter die Nummer 13 gefasst wurden. Zum Beispiel gilt ein Investmentfonds, der nur Darlehen hält, nicht als unternehmerisch tätig. Dagegen gilt ein Investmentfonds, der ähnlich einer Bank selbst Darlehen ausreicht, dessen Tätigkeit sich also nicht in der schlichten Kreditverwaltung erschöpft,

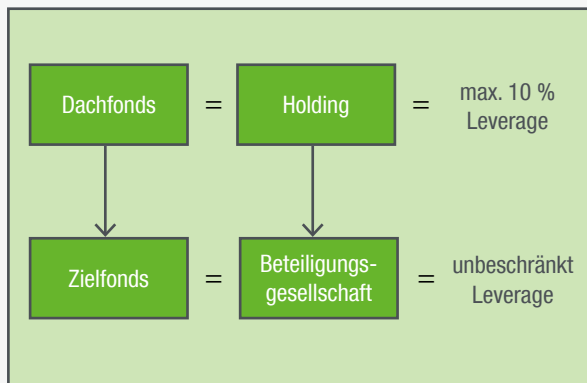


als unternehmerisch tätig. Allerdings wird der Erwerb eines an sich zulässigen Investmentfonds von der BaFin auch dann gestattet, wenn der Erwerb nicht unmittelbar, sondern mittelbar über eine Holdinggesellschaft erfolgt. Auch der Erwerb des Anteils an dieser Holdinggesellschaft konnte dann über die Nummer 13 erfolgen, obwohl die Holdinggesellschaft selbst nicht unternehmerisch tätig ist. Eine Umgehung liegt in diesem Fall nicht vor; allerdings müssen die Voraussetzungen einer Holdinggesellschaft gegeben sein: beschränkter Zweck und keine Fremdmittelaufnahme (über 10 Prozent). Holdinggesellschaften sind solche Gesellschaften, deren Zweck allein in dem Halten von Anteilen an Beteiligungen besteht. Neben dem ausschließlichen Halten von Anteilen ist der Holding allerdings auch eine kurzfristige Fremdmittelaufnahme in Höhe von 10 Prozent zur Liquiditätssteuerung gestattet. Jetzt beschreibt die BaFin in dem Entwurf nach unserem Verständnis ausdrücklich noch einmal Dachfonds/Zielfonds-Konstruktionen, bei dem der Private-Equity-Dachfonds, dessen alleiniger Zweck das Halten von Beteiligungen zum Beispiel auch in Form von unternehmerisch tätigen Zielfonds ist (konkret an einem Zielfonds, der unternehmerisch tätiger Kreditfonds ist). In diesem Fall wird also der Dachfonds wie eine Holdinggesellschaft behandelt. Genau wie eine Holdinggesellschaft ist der Dachfonds selbst nicht unternehmerisch tätig und sein Zweck auf das Halten von Beteiligungen beschränkt und genau wie bei einer Holdinggesellschaft ist auch dem Dachfonds nur eine kurzfristige Fremdmittelaufnahme in Höhe von 10 Prozent zur Liquiditätssteuerung gestattet. Dies entspricht aber auch bereits der bisherigen Anwendungspraxis der BaFin, so dass wir hier nicht das Risiko sehen, dass ein unternehmerisch tätiger Private Equity Fonds, der also kein

Dachfonds ist, einer Beschränkung der Fremdkapitalaufnahme unterliegt. Die BaFin hat nach unserer Lesart die bereits bestehende Praxis nur um ein weiteres Beispiel im Entwurf des Kapitalanlagerundschreibens bereichert.

## 2.2 Holding Privileg bei 1 Prozent Grenze

In dem Entwurf sind unter B.3.5 Buchstabe e auf Seite 23 auch Ausführungen zur 1 Prozent Streuungsgrenze enthalten. Die Anlagen nach § 2 Absatz 1 Nummer 13 Anlageverordnung bei ein und demselben Unternehmen dürfen 1 Prozent des Sicherungsvermögens nicht überschreiten (§ 4 Abs. 4 Satz 1 Anlageverordnung). Bei Anteilen an einem Unternehmen, dessen alleiniger Zweck das Halten der in § 4 Abs. 4 Satz 1 Anlageverordnung genannten Anlagen an anderen Unternehmen ist, also bei einer Holdinggesellschaft, bezieht sich die 1 Prozent Grenze auf die durchgerechneten Anlagen des Versicherungsunternehmens bei den anderen Unternehmen (§ 4 Absatz 4 Satz 2 Anlageverordnung). Daraus wurde in Diskussionen richtig gefolgert, dass das sogenannte Holdingprivileg nur für Dachfonds gilt, nicht aber für die unternehmerisch investierenden Private-Equity-Fonds (Zielfonds) selbst. Dies wurde bisher durchaus anders gesehen. Die Sichtweise der BaFin ist aber konsequent. Der Private-Equity-Fonds, der selbst unternehmerisch tätig ist und in Portfoliounternehmen investiert, ist selbst ein Beteiligungsunternehmen im Sinne der Nummer 13. Dann kann genau wie bei anderen Beteiligungs-Unternehmen für Zwecke der 1 Prozent Grenze auch nicht durchgeschaut werden. Eine Ausnahme wird nur für Holdinggesellschaften gestattet, deren einziger Zweck das Halten von Anteilen an Beteiligungsunternehmen ist und die, wie bereits oben ausgeführt, auch Beschränkungen bei der Fremdkapitalaufnahme unterliegen. Für Dachfonds, deren einziger Zweck, ebenso wie bei Holdinggesellschaften, das Halten an Zielfonds als Beteiligungsunternehmen ist, gilt das genauso. Für die 1 Prozent Grenze bei Dachfonds wird also auf die Zielfonds durchgeschaut.



## 2.3 Fremdkapitalaufnahme bei Immobilienfonds

Bereits unter dem alten Kapitalanlagerundschreiben galt eine Fremdfinanzierungsgrenze in Höhe von 60 Prozent des Verkehrswerts der Immobilien. Diese Grenze ergab sich aus der Beschränkung der Fremdkapitalaufnahme für deutsche offene Immobilienfonds in Höhe von 50 Prozent, wobei für ausländische offene Immobilienfonds eine Höhe von 60 Prozent als vergleichbar akzeptiert wurde. Unter dem neuen Recht des Kapitalanlagegesetzbuches gilt für geschlossene Spezial-Alternative Investmentfonds keine Fremdkapitalbeschränkung. Wir hatten allerdings schon damit gerechnet, dass die BaFin ihre alte Linie wieder aufnimmt (siehe [beleuchtet vom 22. Juni 2015, Die neue Anlageverordnung](#)). Auch die kurzfristige Kreditaufnahme ist beschränkt, und zwar auf 30 Prozent.



Bei einer Investition über Dachfonds in Immobilien-Zielfonds müssen die Ziel-Investmentvermögen ebenfalls nach Nummer 14 Buchstabe c qualifiziert sein. Auch die Belegenheit des Ziel-Investmentvermögens im europäischen Wirtschaftsraum muss gegeben sein. Auf Ebene des Immobilien-Dachfonds ist nur eine kurzfristige Kreditaufnahme bis zu 30 Prozent des Inventarwertes zulässig.

#### 2.4 Nummer 17

Mit der Anlageverordnung aus dem Jahr 2015 wurde erstmals die Nummer 17 für alle sonstigen Alternativen Investmentfonds eingeführt. In der Anlageverordnung aus dem Jahr 2016 wurde die Regelung nicht geändert. Anders als bei den OGAW nach Nummer 15 und den offenen Alternativen Investmentfonds mit festen Anlagebedingungen nach Nummer 16 sind die Alternativen Investmentfonds nach Nummer 17 versicherungsaufsichtsrechtlich nicht transparent. Aufgrund dieser fehlenden Transparenz sind an die Anlagegegenstände unseres Erachtens keine besonderen Anforderungen zu stellen. Das schließt auch Anlagegegen-

stände wie Anteile an Zielfonds ein. Die BaFin sieht das in ihrem Entwurf anders: „Investiert ein Investmentvermögen nach Nummer 17 in Zielfonds, müssen diese ebenfalls für das Sicherungsvermögen qualifiziert sein.“ Das macht unseres Erachtens keinen Sinn. Die Prüfung der Zulässigkeit von intransparent behandelten Anlagegegenständen hat intransparent zu erfolgen. Das bedeutet: zu prüfen ist allein die Zulässigkeit des gehaltenen Anlagegegenstands selbst, also allein der Anteil an dem Alternativen Investmentfonds nach Nummer 17 und zwar an den Voraussetzungen, die Nummer 17 selbst aufstellt. Die BaFin will die Durchschau und die Anlagegegenstände des Alternativen Investmentfonds einer Prüfung unterziehen, als würde direkt in diese Anlagegegenstände investiert.

Von der strengen Durchschau macht die BaFin jedoch für Dach-Hedgefonds eine Ausnahme. Hier können die Zielfonds auch außerhalb des europäischen Wirtschaftsraums belegen sein. Die Belegenheit des Dachfonds im europäischen Wirtschaftsraum ist ausreichend.

**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**

Partner . Steuerberater . Rechtsanwalt

Tel. +49 211 946847-62

Fax +49 211 946847-01

alexander.skowronek@bepartners.pro