



# **P+P Pöllath + Partners** **Rechtsanwälte ▪ Steuerberater**

Berlin ▪ Frankfurt ▪ München

# Workshop: Nationale Gesetzesänderungen in 2010 und aktuelle Regulierungsvorhaben

Frankfurt, 2. Dezember 2010

Patricia Volhard

**AUSWIRKUNGEN DER ÄNDERUNGEN DER  
ANLAGEVERORDNUNG VOM JUNI 2010  
INSBESONDERE FÜR GESCHLOSSENE REAL  
ESTATE FONDS UND MEZZANINE FONDS**

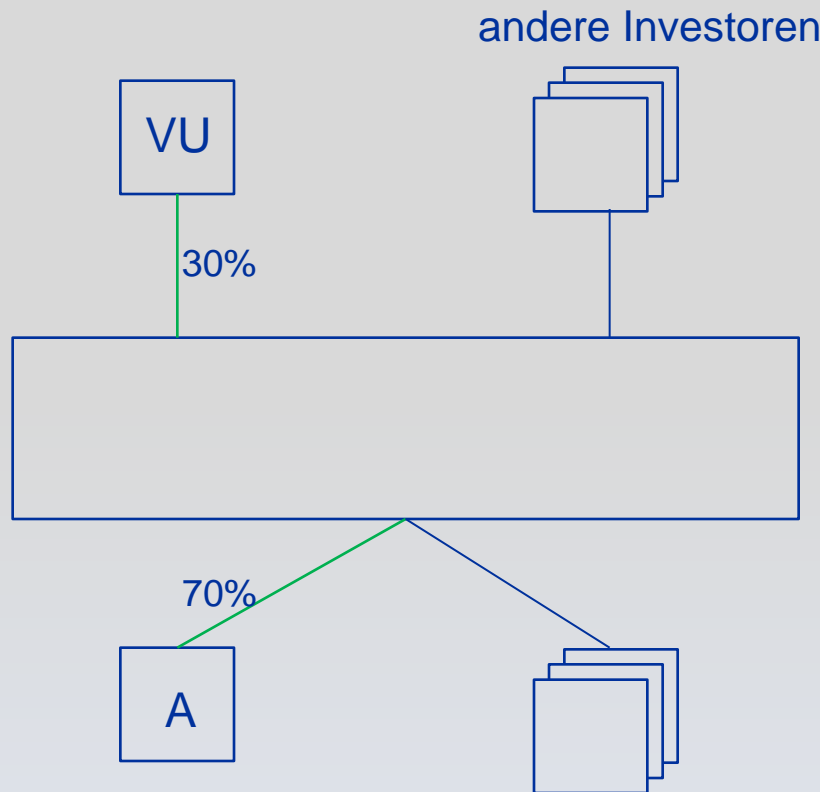
Konkretisierung der bisherigen Regelung: Zielunternehmen muss „über ein Geschäftsmodell verfügen und unternehmerische Risiken eingehen“.

- Laut Begründung zur AnIV ausreichend, wenn dieses Kriterium mittelbar auf Ebene der jeweiligen Portfoliounternehmen des Fonds erfüllt wird (z.B. bei **Private Equity Fonds**)
- (+), wenn der Unternehmenswert sich nicht lediglich aus der Summe der Inventarwerte des Unternehmens zusammensetzt, sondern der immaterielle Geschäftswert in den Unternehmenswert einfließt
- (-) bei Unternehmen, die sich auf den bloßen Kauf und Verkauf sowie die Verwaltung von Finanzanlagen beschränken
  - Soll der Gefahr entgegenwirken, dass ansonsten nicht für das gebundene Vermögen geeignete oder einer anderen Risikokategorie zuzuordnende Anlagen (z.B. Anteile an geschlossenen oder offenen Wertpapier- oder Hedgefonds) als Beteiligungen „verpackt“ dem gebundenen Vermögen zugeordnet werden; **Anlageklasse soll nicht als „Hülle“ genutzt werden können.**
  - Was gilt bei Mezzanine-Darlehen, die nicht handelsbilanziell als EK qualifizieren?

- Verbot der Fremdmittelaufnahme ( 7 Abs. 2 VAG) → Verbot auch auf Fondsebene?
- Konkurrenzverhältnis zu 2 Abs. 1 Nr. 17 AnIV?
- Aufhebung der bisherigen schuldnerbezogenen 10 %-Grenze für Unternehmensbeteiligungen (früher Anlage in Beteiligungen auf 10 % des Eigenkapitals des jeweiligen Portfoliounternehmens beschränkt)
- Nunmehr Anknüpfung an das gebundene Vermögen des Versicherungsunternehmens:
  - Anlagen in Form von Forderungen aus nachrangigen Verbindlichkeiten, Beteiligungen und börsennotierten Aktien (Anlagen i.S.v. 2 Abs. 1 Nr. 9, 12 und 13 AnIV) bei ein und demselben Unternehmen **dürfen 1 % des gebundenen Vermögens nicht überschreiten** ( 4 Abs. 4 S. 1 AnIV).
  - Mehr Spielraum vor allem für größere Versicherungsunternehmen, da künftig Beteiligungen bis zu 100 % des Eigenkapitals der Zielgesellschaft zulässig

- **Durchrechnungsregel („Holdingklausel“)**
  - Wie auch zuvor für die schuldnerbezogene 10 %-Grenze gilt auch für die neue oben beschriebene 1 %-Grenze Regel die Durchrechnung des 4 Abs. 4 AnIV bei Holdinggesellschaften; danach wird die 1 Prozent-Limitierung auf jedes der von einer Holdinggesellschaft gehaltenen Portfoliounternehmen durchgerechnet.
  - **„Holdinggesellschaften“**: Unternehmen, deren alleiniger Zweck das Halten von **Anlagen nach 2 Abs. 1 Nr. 9, 12 und 13 AnIV** (zuvor „Anteile“) an anderen Unternehmen“ ist.
  - Folge: **Nun auch bei Anlagen in Mezzaninefonds** (die über nachrangige Darlehen und Genussrechte in Portfoliounternehmen investieren) **Durchrechnung** auf Portfolioebene möglich.

Beispiel Holdingklausel:



- durchgerechneter Anteil VU an A = 21 %; unerheblich, solange dieser Anteil  $\leq 1$  % des gebundenen Vermögens des VU

- **Neue Anlageklasse für geschlossene Immobilienfonds (Nr. 14 c AnIV)**, die laut Begründung Beteiligungsquote entlasten soll: Geschlossene Fonds, die von einer Investmentgesellschaft eines EWR-Staats ausgegeben werden und einer öffentlichen Aufsicht unterliegen, wenn diese Fonds ihr Vermögen in Immobilien-Unternehmen i.S.d. 2 Abs. 1 Nr. 14 a) AnIV oder in Immobilien-Zielfonds, die die Voraussetzungen des 2 Abs. 1 Nr. 15 bis 17 AnIV erfüllen, anlegen.
- **Voraussetzungen:**
  - Fonds muss „geschlossen“ sein (anders Zielfonds) und einer Aufsicht unterliegen
    - Deutsche Spezialsondervermögen kommen nicht in Betracht, weil naturgemäß „offen“.
  - Aktien bzw. Anteile an dem Fonds frei übertragbar;
  - Vermögen des Fonds (auf durchgerechneter Grundlage) besteht zu mindestens 80 % aus Grundstücken bzw. grundstücksgleichen Rechten;
  - Übrige Anlagen (max. 20 %) müssen die Voraussetzungen des 80 InvG erfüllen.

- **Voraussetzungen (Fortsetzung):**

- „Vergleichbarkeit“: Entsprechende Anwendung von 2 Abs. 1 Nr. 15 bis 17 AnIV:
  - Es gelten die Vorschriften des InvG für offene Immobilienfonds z.T. entsprechend;
  - Bedeutet u.a. **beschränkte Fremdmittelaufnahme**
    - Auf Fondsebene maximal 20 % des Bruttovermögens des Fonds (und nur zu Überbrückungszwecken)
      - Problem: Basiswert „Bruttovermögen“: Was ist das bei Fonds, die Kapital nach Bedarf abrufen?
    - Auf Ebene des Immobilienzielfonds: 60 % des Bruttovermögens
      - Problem: Was gilt, wenn Immobilienfonds **ausschließlich** in Immobilienunternehmen investiert (falls zulässig, s. nächste Folie)?
        - nach BaFin wohl kein Leverage auf Ebene des Immobilienunternehmens erlaubt.



## 2 (1) Nr. 14c AnIV nur geeignet für Dachfonds?

- Aufgrund des Wortlauts unklar, ob geschlossener Fonds in Zielfonds UND Immobiliengesellschaften investieren muss, oder ob auch **ausschließlich** in Immobiliengesellschaften investierende Fonds zulässig sind.
- Konkurrenzverhältnis zu 2 (1) Nr. 13 AnIV: Fraglich, ob Immobilienfonds nur (noch) unter Nr. 14c subsumiert oder auch unter die Beteiligungsquote (Nr. 13) gefasst werden können. Wortlaut legt Alternativitätsverhältnis nahe: „Die Versicherer erhalten so die Möglichkeit, über diesen geschlossenen Fonds im Rahmen der Immobilienquote in weitere geschlossene Immobilien-Zielfonds zu investieren, die sonst nur unter 2 Absatz 1 Nummer 13 AnIV (Beteiligungen) erfasst werden könnten“; andere Auslegung aber nicht ausgeschlossen.

- Bezugnahme auf 2 Abs. 9 InvG entfällt → Abkoppelung der versicherungsaufsichtsrechtlichen Auslegung von der investmentrechtlichen Auslegung (z.T.)
- Dadurch weitere Einschränkungen (restriktivere Auslegung)

## Konkretisierung durch Verwaltungspraxis

- Neues BaFin-Rundschreiben soll demnächst das Rundschreiben 15/2005 (VA) vom 20. August 2005 zur alten AnIV ersetzen.
- Daneben weitere Konkretisierung durch laufende Verwaltungspraxis

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

**Patricia Volhard, LL.M. (L.S.E., London)**

P+P Pöllath + Partners ▪ Frankfurt  
E-mail: [patricia.volhard@pplaw.com](mailto:patricia.volhard@pplaw.com)  
Tel.: +49 (69) 24 70 47 16