

BVI-Stellungnahme zum Referentenentwurf vom 1. Dezember 2020 für ein Fondsstandortgesetz

Der BVI¹ unterstützt die Zielsetzung des Referentenentwurfs, den Fondsstandort Deutschland zu stärken. Der Entwurf enthält zahlreiche vielversprechende Vorschläge, die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Fondswirtschaft zu erhöhen und Bürokratieaufwand abzubauen. Das gilt insbesondere für die EU-rechtlich nicht erforderlichen Regelungen zum dauerhaften Datenträger, die Abschaffung des Schriftform- zugunsten eines Textformerfordernisses und die künftig elektronische Kommunikation zwischen Aufsicht und KVG.

Vor allem hinsichtlich der geplanten Verringerung dauerhafter Datenträger gehen die Vorschläge jedoch nicht weit genug. Die heute regelmäßig papierhafte Aussendung dieser Informationen kann bei größeren Publikumsfonds schnell Kosten in Höhe eines sechsstelligen Eurobetrages verursachen. Sind alle Publikumsfonds betroffen, etwa wenn gesetzliche Änderungen umgesetzt werden müssen, können die Kosten für eine einzelne große KVG auch die Schwelle von einer Million Euro überschreiten. Die mit § 167 KAGB-E geplante Umstellung auf eine elektronische Version als Standard für dauerhafte Datenträger, die EU-rechtlich nicht vorgeschrieben sind, halten wir zwar für sehr sinnvoll; sie wird jedoch das genannte Problem nicht nennenswert reduzieren. KVGs verfügen bisher kaum über Daten zur elektronischen Kontaktaufnahme mit Endanlegern. Es wird noch Jahre in Anspruch nehmen, bis sie diese elektronisch erreichen können. Bis dahin werden zwar die Kosten für Papier, Druck und Porto langsam abnehmen; es steigt jedoch der Aufwand in der Abwicklung, etwa durch Fehlermeldungen beim elektronischen Versand, die den Prozess für einen erneuten, dann physischen Versand der dauerhaften Datenträger erforderlich machen. An einer weiteren Verringerung der Anwendungsfälle für dauerhafte Datenträger geht daher kein Weg vorbei. Das betrifft insbesondere § 163 Abs. 4 und § 267 Abs. 3 KAGB im Zusammenhang mit wesentlichen Änderungen der Anlagegrundsätze, die keine EU-rechtliche Grundlage haben.

Sehr erfreulich sind die erweiterten Produktmöglichkeiten im Fondsgeschäft. Hier sind aus unserer Sicht die Rechtsform der offenen (Spezial-) Investmentkommanditgesellschaft für offene Immobilienfonds, geschlossene Master-Feeder-Strukturen sowie die liberaleren Vorgaben für Mikrofinanzfonds besonders relevant.

Die Maßnahmen zur Umsetzung der Richtlinie (EU) 2019/1160 über den grenzüberschreitenden Fondsvertrieb übernehmen die EU-Vorgaben zielgenau in das deutsche Recht, ohne über diese hinauszugehen. Auch die Bezugnahmen auf die flankierende Verordnung (EU) 2019/1156 sind sachgerecht und lassen ein sauberes Ineinandergreifen von EU- und nationalem Recht erwarten. Dasselbe gilt für die geplanten Anpassungen an die EU-Offenlegungsverordnung (EU) 2019/2088 und die Taxonomieverordnung (EU) 2020/852.

Anlage 1 enthält unsere detaillierten Anmerkungen zum Referentenentwurf.

¹ Der BVI vertritt die Interessen der deutschen Fondsbranche auf nationaler und internationaler Ebene. Er setzt sich gegenüber Politik und Regulatoren für eine sinnvolle Regulierung des Fondsgeschäfts und für faire Wettbewerbsbedingungen ein. Als Treuhänder handeln Fondsgesellschaften ausschließlich im Interesse des Anlegers und unterliegen strengen gesetzlichen Vorgaben. Fonds bringen das Kapitalangebot von Anlegern mit der Kapitalnachfrage von Staaten und Unternehmen zusammen und erfüllen so eine wichtige volkswirtschaftliche Funktion. Die 114 Mitgliedsunternehmen des BVI verwalten über 3,68 Billionen Euro Anlagekapital für Privatanleger, Versicherungen, Altersvorsorgeeinrichtungen, Banken, Kirchen und Stiftungen. Deutschland ist mit einem Anteil von 23 Prozent der größte Fondsmarkt in der EU.

Darüber hinaus haben wir folgende weitergehende Vorschläge und Anmerkungen:

1. Investmentsteuerrechtliche Folgeänderungen

Die Einführung von Infrastruktur-Sondervermögen sowie die Anhebung der Kreditaufnahmegrenze für Immobilien-Spezialfonds in § 284 KAGB machen Folgeänderungen im Investmentsteuergesetz erforderlich. Unsere entsprechenden Vorschläge sind **Anlage 2** zu entnehmen.

2. Anpassungen der Vorgaben für Liquiditätsmanagementinstrumente

Im Zuge der Umsetzung der Ende März 2020 sehr kurzfristig eingeführten neuen Liquiditätssteuerungsinstrumente (Swing Pricing, Rücknahmebeschränkungen und Rücknahmefristen) bedarf es einiger Klarstellungen für die Praxis.

Anlage 3 Nr. 1 enthält entsprechende Vorschläge.

3. Unverbriefte Fondsanteile und Anlagen in Kryptowerten

Fondsanteilscheine sollten – dem Gesetzentwurf zur Einführung von elektronischen Wertpapieren (eWpG) folgend – durch eine Ergänzung des § 95 KAGB sowohl in verbrieft als elektronischer Form sowie perspektivisch zusätzlich als Krypto-Fondsanteile ausgegeben werden können. Außerdem sollten die Anlagekataloge von Publikums-AIF und Spezial-AIF um Kryptowerte erweitert werden, um die Zukunfts- und Wettbewerbsfähigkeit deutscher Fondsprodukte sicherzustellen. Dies betrifft insbesondere jene Kryptowerte, die keine Finanzinstrumente sind, da MiFID II technologieneutral bereits heute kryptographische Wertpapiere erlaubt.

Entsprechende Formulierungsvorschläge finden sich in **Anlage 3 Nr. 2 und Nr. 3**.

4. Berücksichtigung branchenspezifischer Besonderheiten von KVGs im Bankenkonzern

Für KVGs im Bankenkonzern stellt sich im Rahmen der Gruppenkonsolidierung immer wieder die Frage nach der Anwendbarkeit von Vorgaben der CRD. Praktisch erhebliche Konsequenzen hat dies im Hinblick auf die Vorgaben in Kapitel 2 Abschnitt II der CRD für Banken zu den internen Governance-Anforderungen, die auf andere Geschäftsmodelle abzielen und den entsprechenden Vorgaben der AIFM- und der OGAW-Richtlinie sogar widersprechen. Die CRD V hat inzwischen den Gruppenkontext klargestellt und schreibt vor, dass Tochterunternehmen ihre branchenspezifischen Regeln auf Einzelbasis erfüllen. Diese Wertung muss auch in deutsches Recht übertragen werden.

Anlage 3 Nr. 4 enthält einen Vorschlag zur Lösung des Problems durch eine Änderung des KWG.

5. Unterschiedlicher Grad der Anpassungen an das EU-Nachhaltigkeitspaket im Wertpapier- und Versicherungssektor

Es fällt wieder einmal auf, dass die geplanten Anpassungen an die EU-Nachhaltigkeitsmaßnahmen im Fonds- und Wertpapierbereich deutlich umfassender sind als für den Versicherungssektor. Der Entwurf ergänzt zwar die gesetzlichen Grundlagen für den Finanzvertrieb um die Vorgaben aus der



EU-Offenlegungsverordnung, sieht aber von entsprechenden Anpassungen im Zusammenhang mit dem Versicherungsvertrieb ab. Wir empfehlen, hier für umfassenden Gleichlauf zu sorgen.

6. Elektronische Kommunikation und Verhältnis zum Referentenentwurf für ein Gesetz zur Stärkung der Finanzmarktintegrität (FISG)

Wir sehen es als einen wesentlichen Fortschritt an, dass die nach dem KAGB beaufsichtigten Unternehmen mit der BaFin ab dem 1. April 2023 ausschließlich elektronisch kommunizieren sollen. Schon seit vielen Jahren setzen wir uns intensiv dafür ein, dass die BaFin eine elektronische Fondsakte einführt, die neben der elektronischen Übermittlung auch als elektronisches Redaktions- und Archivierungssystem für alle Anträge, Anzeigen und Meldungen genutzt werden kann. Wir begrüßen daher die Vorschläge für die Einführung einer gesetzlichen Grundlage für eine elektronische Kommunikation nebst der Ermächtigung für eine Rechtsverordnung über Inhalt und Form der Anträge, Anzeigen und Meldungen sowie den Zugang zum elektronischen Verfahren. Wir sehen hier jedoch einen Konflikt mit den Vorschlägen nach dem Entwurf für ein Gesetz zur Stärkung der Finanzmarktintegrität (FISG, siehe dort Artikel 8 Nr. 3 e) – Einführung eines neuen § 36 Abs. 11 KAGB), mit dem ebenfalls eine Ermächtigung für eine Verordnung in das KAGB eingeführt werden soll, die sämtliche Anzeigen und Vorlagen von Unterlagen nach dem KAGB betreffen. Wir hatten bereits in unserer Stellungnahme² zum Referentenentwurf des FISG darauf hingewiesen, dass eine solche Verordnungsermächtigung unter § 36 KAGB verfehlt ist. Um Doppelungen zu vermeiden, sind daher entsprechende Regelungen im FISG (dort unter § 36 Abs. 11 KAGB-E) zu streichen und ausschließlich im FoG (hier: § 7b KAGB-neu) zu berücksichtigen.

7. Ausgelagerte Fondsverwaltung als kollektive Portfolioverwaltung

Dieser Punkt ist von besonderer Bedeutung. Das Fondsstandortgesetz sollte die gesetzliche Wertung der ausgelagerten Fondsverwaltung als individuelle Portfolioverwaltung abschaffen. Die Portfolioverwaltung unterliegt zwei unterschiedlichen Regulierungssystemen: Für **kollektive** Anlagen sind die EU-Fondsrichtlinien (OGAW- und AIFM-Richtlinie) maßgeblich, die im KAGB umgesetzt sind. Für die **individuelle** Finanzportfolioverwaltung gilt auf EU-Ebene die Finanzmarktrichtlinie MIFID II, für die das WpHG den Pflichtenumfang festlegt. In Deutschland zugelassene Verwalter fremder Fonds im Wege der Auslagerung müssen erst seit 2009, also zwei Jahre nach Einführung der MiFID, neben den Pflichten des KAGB zusätzlich noch die MiFID-Pflichten erfüllen. Dies schafft Standortnachteile und Wertungswidersprüche, die dringend wieder beseitigt werden müssen. **Anlage 3 Nr. 5** enthält entsprechende Vorschläge.

8. Änderungen immobilienrechtlicher Vorschriften

Offene Immobilienfonds stehen im Käuferwettbewerb mit ausländischen institutionellen Investoren, die weniger stark reguliert sind und über größere Gestaltungsspielräume z. B. bei der Fremdfinanzierung von Objekten verfügen. Diesen Wettbewerbsnachteil gilt es im Interesse der Anleger zu beseitigen. Es hat sich gezeigt, dass die Möglichkeiten der indirekten Investition über Immobilien-Gesellschaften noch zu eng reguliert sind und die BaFin die bestehenden Regelungen zu restriktiv auslegt.

Das gilt etwa für den Ausschluss der **Beteiligung eines Dritten bei Immobilien-Gesellschaften zweiter und höherer Stufe**. Er führt dazu, dass eine am Markt typische Joint-Venture-Strukturie-

² Abrufbar unter: https://www.bvi.de/fileadmin/user_upload/2020_11_09_Referentenentwurf_f%C3%BCr_ein_Gesetz_zur_St%C3%A4rkung_der_Finanzmarktintegrit%C3%A4t_FISG.pdf

zung der KVG vorenthalten ist, nämlich eine Joint-Venture-Beteiligung über eine zu 100 Prozent gehaltene Zweckgesellschaft, die erlaubt, 100 Prozent der Anteile an der Zweckgesellschaft zu verkaufen, so dass nicht der häufig mühsamere Verkauf der Beteiligung an dem Joint Venture selbst erforderlich ist. Eine derartige Beteiligung an einem (aber auch nur einem) Joint Venture auf beliebiger Beteiligungsebene, nicht wie derzeit nur auf der ersten Beteiligungsebene, sollte zulässig sein, sofern die KVG mittelbar oder unmittelbar 100 Prozent des Kapitals und der Stimmrechte an der unmittelbar an dem Joint Venture beteiligten Immobilien-Gesellschaft hält und das Joint Venture, sofern es seinerseits weitere Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften hält, wiederum mit 100 Prozent des Kapitals und der Stimmrechte an diesen Immobilien-Gesellschaften beteiligt ist.

Eine KVG darf trotz der für § 240 KAGB vorgesehenen Änderungen weiterhin keine **Darlehen an eine Immobilien-Gesellschaft** ausreichen, die selbst keine Immobilie hält. Dieser Ausschluss verursacht in einigen Ländern rechtliche und wirtschaftliche Nachteile für das Sondervermögen und damit für den Anleger und sollte beseitigt werden. Dies würde der KVG eine rechtlich und wirtschaftlich sinnvolle Flexibilität in Bezug auf die Kapitalausstattung einer Holding-Gesellschaft geben und mittelbar auch die Wettbewerbsfähigkeit von offenen Immobilienfonds steigern. Eine Erhöhung des Risikos für die Anleger wäre damit nicht verbunden.

Anlage 3 Nr. 6 enthält unsere diesbezüglichen Vorschläge.

9. Mehr Flexibilität für geschlossene Fonds

Die Zulassung geschlossener Master-Feeder-Strukturen im Referentenentwurf eröffnet attraktive neue Produktgestaltungen im Bereich der geschlossenen Fonds. Es wären aber durchaus weitere Flexibilisierungen im Zusammenhang mit der Regulierung geschlossener Fonds möglich, ohne die Belange des Anlegerschutzes zu beeinträchtigen. So ist nicht nachvollziehbar, wieso geschlossenen Fonds Investitionen in offenen (Spezial-) Fonds weitgehend verwehrt bleiben sollen. Wir empfehlen diesbezüglich eine umfassende Prüfung, in welchen Bereichen auch Investitionen in offenen Fonds ermöglicht werden könnten. Wir schlagen vor, geschlossenen Publikums-AIF Investitionen in offenen Fonds zumindest so weit zu eröffnen, wie es Immobilien-Sondervermögen nach § 253 Abs. 1 KAGB bereits heute als Liquiditätsanlage gestattet ist. Vorschläge zu dieser und weiteren Änderungen im Zusammenhang mit den Vorschriften zu geschlossenen Fonds finden sich in **Anlage 3 Nr. 7**.

Auch die Regelungen des Entwurfs zu geschlossenen Master-Feeder-Strukturen gemäß §§ 272a ff. KAGB-E sind unnötig restriktiv, da sie ausschließlich geschlossene Fonds als Master zulassen. Insbesondere offene Spezial-AIF mit festen Anlagegrenzen gemäß § 284 KAGB kämen ebenfalls als zulässige Master für geschlossene Feeder in Betracht. Gegenüber geschlossenen Master-Fonds haben sie den Vorteil, in zeitlicher Nähe zum Laufzeitende des Feeders einen Rückgabeanpruch für die Anteile am offenen Master zu gewähren. Die Gesellschafterversammlung eines geschlossenen Master-Fonds könnte dagegen, selbst bei identischer Grundlaufzeit, zum Laufzeitende des Feeders eine Verlängerung seiner Laufzeit beschließen und so dem Feeder die geordnete Abwicklung erschweren. Wir empfehlen daher die Öffnung der geschlossenen Master-Feeder-Strukturen für offene Master in Gestalt offener Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen.

Wir bitten darum, unsere Vorschläge im Rahmen der weiteren Beratungen zu berücksichtigen.

Anlage 1: Anmerkungen zu den Vorschlägen des Referentenentwurfs

Artikel 1 – Änderungen des KAGB

1. Zu Nr. 2 b) ee): § 1 Abs. 19 Nr. 23a KAGB-E

Die Definition der Infrastruktur-Projektgesellschaften erscheint unvollständig. Darauf deuten der angefangene Relativsatz am Ende sowie der Verweis der Begründung auf § 2 Absatz 10 des Gesetzes über das Bundesamt für Sicherheit in der Informationstechnik hin.

2. Zu Nr. 14: § 34 Abs. 5 KAGB-E

§ 34 Abs. 5 sollte wie folgt gefasst werden:

„(5) Die Aufsichtsorganmitglieder der Kapitalverwaltungsgesellschaft haben der Bundesanstalt unverzüglich anzuzeigen:

1. die Aufnahme und die Beendigung **ihrer einer** Tätigkeit als Geschäftsleiter oder als **Aufsichtsorgan- Aufsichtsrats-** oder Verwaltungsratsmitglied eines anderen Unternehmens, **und**
2. die Einleitung eines Ermittlungsverfahrens gegen sich als Geschäftsleiter oder als Aufsichtsorganmitglied, sobald der Geschäftsleiter oder das Aufsichtsorganmitglied von der Einleitung des Ermittlungsverfahrens gegen sich als Beschuldigten Kenntnis erlangt hat, **und.**

3.-Die Geschäftsleiter der Kapitalverwaltungsgesellschaft haben der Bundesanstalt darüber hinaus die Übernahme und die Aufgabe einer unmittelbaren Beteiligung an einem Unternehmen sowie Veränderungen in der Höhe der Beteiligung **unverzüglich anzuzeigen.**

Als unmittelbare Beteiligung im Sinne des Satzes **2 1 Nummer 3** gilt das Halten von mindestens 25 Prozent der Anteile am Kapital des Unternehmens.“

Begründung:

Der Begriff des Aufsichtsorganmitglieds wird durch § 1 Abs. 19 Nr. 4a KAGB-E nur im Zusammenhang mit einer Kapitalverwaltungsgesellschaft legaldefiniert als „Geschäftsleiter, Aufsichtsrats- und Beiratsmitglied“. Es ist demnach unklar, welche Funktionen der Begriff des „Aufsichtsratsorgans“ außerhalb des KVG-Sektors umfasst. Sollten dieselben Funktionen gemeint sein, wäre zumindest die ausdrückliche Nennung des Geschäftsleiters in § 34 Abs. 5 Satz 1 Nr. 1 entbehrlich.

Zudem sollte die Verpflichtung, die BaFin über Änderungen bei Unternehmensbeteiligungen zu informieren, auf die Geschäftsleiter der KVG beschränkt bleiben. Für andere Aufsichtsorganmitglieder ist diese Verpflichtung zu weitgehend.

3. Zu Nr. 18 b) bb): § 49 Abs. 4 Satz 2 KAGB-E

Von der Neufassung des § 49 Abs. 4 Satz 2 KAGB sollte abgesehen werden. Die Änderung von Artikel 17 Abs. 8 der OGAW-Richtlinie rechtfertigt nicht die Streichung der Frist von einem Monat für die Entscheidung der BaFin über Änderungsanzeigen. Auch wenn die im derzeit geltenden



§ 49 Abs. 4 Satz 2 KAGB genannte Frist nicht auf das EU-Recht zurückgeht, sollte sie im Interesse der Planungssicherheit der KVGs erhalten bleiben.

4. Zu Nr. 44 b): § 160 Abs. 1 KAGB

Wir schlagen vor, § 160 Abs. 1 KAGB wie folgt zu fassen:

„(1) Der Jahresbericht einer geschlossenen Publikumsinvestmentkommanditgesellschaft ist spätestens sechs Monate nach Ende des Geschäftsjahres

1. aufzustellen, und
2. dem Abschlussprüfer zur Prüfung und
- ~~3. den Anlegern zur Feststellung~~ vorzulegen.

Die Offenlegung des festgestellten ~~Jahresberichts~~ Jahresabschlusses einer geschlossenen Publikumsinvestmentkommanditgesellschaft erfolgt, auch wenn auf diese § 264a des Handelsgesetzbuchs nicht anzuwenden ist, spätestens neun Monate nach Ende des Geschäftsjahres nach Maßgabe des insoweit entsprechend anzuwendenden § 325 Absatz 1, Absatz 2 bis 2b, 5 und 6 des Handelsgesetzbuchs; die §§ 328, 329 Absatz 1, 2 und 4 und die §§ 335 bis 335b des Handelsgesetzbuchs sind entsprechend anzuwenden.“

Begründung:

Wir begrüßen das Bestreben des Referentenentwurfs, die durch die Änderungen des HGB aufgrund des BilRUG entstandenen Probleme bei der fristgemäßen Erfüllung der Offenlegungspflichten zu begrenzen. Allerdings differenziert der Entwurf bislang nicht hinreichend zwischen dem Jahresbericht und dem Jahresabschluss:

- Der Jahresbericht wird aufgestellt und geprüft.
- Der Jahresabschluss wird festgestellt.

Wir schlagen daher vor, die Nr. 3 in § 160 Abs. 1 Satz 1 KAGB-E zu streichen. In Satz 2 sollte das Wort „Jahresberichts“ durch „Jahresabschlusses“ ersetzt werden. Aufgrund der Pflicht, den festgestellten Jahresabschluss innerhalb von neun Monaten nach Geschäftsjahresende offenzulegen, ist zudem sichergestellt, dass die Feststellung rechtzeitig zuvor durchgeführt wird.

5. Zu Nr. 46 b) bb): § 163 Abs. 3 Satz 4 KAGB

Wir schlagen vor, Nr. 46 b) bb) wie folgt zu fassen:

„Satz 4 wird ~~aufgehoben~~ wie folgt gefasst:

§ 255 Absatz 3 und 4 bleiben unberührt.“

Begründung:

Wir begrüßen die Aufhebung des bisherigen § 163 Abs. 3 Satz 4 und die damit verbundene Folgeänderung in § 187 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 (Rechte der Anleger bei Verschmelzung). Sie führt



dazu, dass die KVG auch bei wesentlichen Änderungen der Anlagegrundsätze Offener Immobilien-Sondervermögen anstelle eines Umtauschangebots die kostenlose Anteilrückgabe anbieten darf. Dadurch werden die Änderungen der Anlagebedingungen und die Verschmelzung von Immobilien-Sondervermögen genauso behandelt wie Änderungen der Anlagebedingungen und Verschmelzungen anderer offener Publikumsinvestmentvermögen.

Die vorgeschlagene Änderung stellt klar, dass Anleger bei einer Änderung der Anlagebedingungen mit den bisherigen Anlagegrundsätzen aus § 163 Abs. 3 Satz 1 Nr. 1 kein direktes Recht zur fristlosen Rückgabe ihrer Anteile herleiten können, sondern die individuellen Halte- und Rückgabefristen auch in diesem Fall gelten.

Das ist sachgerecht, weil die Halte- und Rückgabefristen des § 255 Absatz 3 und 4 dem Schutz der Anleger dienen, die im Fonds verbleiben und nicht geschädigt werden sollen. Hätten die Anleger ein Recht auf eine fristlose Rückgabe ihrer Anteile, wären die betroffenen Sondervermögen möglicherweise aufgrund überstürzter Rücknahmeanträge der Anleger gezwungen, kurzfristig Immobilien zu verkaufen, um Liquidität für die Erfüllung der Rücknahmeanträge zu schaffen. Dies würde zu Verlusten bei der Gesamtheit aller Anleger des entsprechenden Sondervermögens führen. Das Interesse der Gesamtheit der Anleger sollte aber auch bei einer Änderung der Anlagegrundsätze über den Interessen des Einzelnen stehen, vorübergehend gegen den Willen an einem geänderten Fonds beteiligt zu sein.

Die vorgeschlagene Regelung folgt im Übrigen auch der bestehenden Systematik des KAGB. Auch § 187 Abs. 1 Satz 3 bestimmt, dass die Mindesthalte- und Rücknahmefristen im Fall einer Verschmelzung fortgelten. Da die Entwurfsbegründung zum Fondsstandortgesetz ausdrücklich hervorhebt, dass beide Sachverhalte, nämlich die Änderung der Anlagegrundsätze und die Verschmelzung, vergleichbar sind, sollten vertraglich vereinbarte Halte- und Kündigungsfristen daher auch im Fall einer Änderung der Anlagebedingungen unberührt bleiben.

6. Zu Nr. 46 c) aa): § 163 Abs. 4 Satz 2 KAGB-E

Wir schlagen vor, § 163 Abs. 4 Satz 2 KAGB zu streichen.

Begründung:

Künftig sollen Anleger in offenen Publikumsinvestmentvermögen nur noch dann über bestimmte Änderungen der Anlagebedingungen individualisiert per dauerhaftem Datenträger informiert werden, wenn diese Änderungen anlegerbenachteiligend sind. Wann eine Anlegerbenachteiligung vorliegt, lässt der Entwurf offen.

Abgesehen davon hält der Entwurf daran fest, über die Vorgaben der OGAW-IV-Richtlinie hinaus für bestimmte Fälle auch eine Informationspflicht per dauerhaftem Datenträger gegenüber den Anlegern vorzusehen. Unbeschadet unserer durchaus positiven Einschätzung dieser Anpassung halten wir es für zwingend geboten, diese Reform dazu zu nutzen, den Investmentstandort Deutschland im europäischen Umfeld wettbewerbsfähiger zu machen und dieses Gold-Plating rückgängig zu machen. Außerdem werden den Anlegern Kosten durch Erstellung und Versand der dauerhaften Datenträger erspart.

Soweit in der Entwurfsbegründung zu § 163 Abs. 4 Satz 2 KAGB festgestellt wird, dass bei Änderungen der bisherigen Anlagegrundsätze „jede“ Änderung per dauerhaftem Datenträger mitgeteilt werden muss, ist dies unzutreffend. Mitteilungspflichtig sind vielmehr nur Änderungen „im Sinne des Absatzes 3 Satz 1“, also nur Änderungen, die mit den bisherigen Anlagegrundsätzen nicht vereinbar sind.

7. Zu Nr. 54 a): § 200 Abs. 1 KAGB-E

Wir schlagen vor, von der vorgesehenen Änderung abzusehen.

Begründung:

Die Ergänzung geht augenscheinlich auf die Vorgabe aus den ESMA-„Guidelines on ETFs and other UCITS issues“ zurück (Ziffer X.29: „All the revenues arising from efficient portfolio management techniques, net of direct and indirect operational costs, should be returned to the UCITS.“), differenziert allerdings nicht hinreichend nach den zu berücksichtigenden Kosten und deren Zuordnung in der Praxis sowie der zusätzlichen Wertschöpfung.

Der Abschluss von Wertpapier-Darlehensgeschäften gehört nicht zu den Standardgeschäften einer KVG im Rahmen der Verwaltung der Vermögensgegenstände des OGAW. Sie werden gleichwohl getätigt, um Zusatzerträge für die Anleger zu generieren. Soweit die KVG das Wertpapier-Darlehensgeschäft an einen Dritten ausgelagert hat, können diese Aufwendungen, die auch eine Gewinnmarge des Dritten beinhalten, dem OGAW belastet werden. Wenn die KVG das Wertpapier-Darlehensgeschäft hingegen selbst administriert, ist die Zuordnung intern entstehender Kosten hingegen komplex. Zudem sollte dieser Zusatzaufwand der KVG, wie im Falle der Beauftragung eines Dritten, auch gesondert vergütet werden können, wobei die vereinnahmten Leiherträge eine angemessene Bemessungsgrundlage darstellen.

In der Verwaltungspraxis der BaFin sind die obigen ESMA-Vorgabe bereits umgesetzt (vgl. Ziff. I.1.b) der BaFin-Musterbausteine für Kostenklauseln offener Publikumsinvestmentvermögen, Stand 20.06.2018) und enthalten eine praktikable Regelung, wonach eine KVG pauschalierte Kosten in Höhe von maximal einem Drittel der Bruttoerträge aus dem Wertpapier-Darlehensgeschäft gegenüber dem OGAW geltend machen kann. Aufgrund der Pauschalierung muss die KVG dann die im Zusammenhang mit der Vorbereitung und Durchführung von solchen Geschäften entstandenen Kosten einschließlich der an Dritte zu zahlenden Vergütungen tragen. Nach aktueller Verwaltungspraxis wird die KVG für die Erbringung von Wertpapier-Darlehensgeschäften mithin leistungsabhängig vergütet, und sie trägt zudem das Erfolgsrisiko, falls die Kosten die Leiherträge übersteigen sollten.

Sollte an der Einfügung des Satzes 2 dennoch festgehalten werden, wäre vor obigem Hintergrund zumindest in die Gesetzesbegründung klarstellend Folgendes aufzunehmen:

„Mit der Einfügung des neuen Satz 2 soll sichergestellt werden, dass die mit den zum Investmentvermögen gehörenden Vermögensgegenständen erwirtschafteten Erträge den Anlegern zugutekommen. Daher wird durch Satz 2 geregelt, dass es unzulässig ist, dass eine Kapitalverwaltungsgesellschaft direkt von den Kontrahenten von Wertpapier-Darlehensgeschäften eine Vergütung für das Ver-



leihen von Wertpapieren eines OGAW erhält. Solche Erträge stehen dem OGAW zu. Da allerdings der Abschluss von Wertpapier-Darlehensgeschäften für eine Kapitalverwaltungsgesellschaft bei der Verwaltung von OGAW nicht obligatorisch ist, spricht nichts dagegen, wenn die Kapitalverwaltungsgesellschaft in den Anlagebedingungen des OGAW festlegt, dass sie für ihren Aufwand im Zusammenhang mit dem Abschluss von Wertpapier-Darlehensgeschäften eine gesonderte Verwaltungsvergütung erhält, die sich an den Erträgen aus den Wertpapier-Darlehensgeschäften für den OGAW bemisst. Dabei ist allerdings sicherzustellen, dass die Anleger durch den Abschluss solcher Wertpapier-Darlehensgeschäfte besser stehen im Vergleich zu Anlegern eines OGAW, für dessen Rechnung keine Wertpapier-Darlehensgeschäfte abgeschlossen werden. Dadurch wird der Anreiz einer Kapitalverwaltungsgesellschaft erhöht, überobligatorisch für einen OGAW Wertpapier-Darlehensgeschäfte abzuschließen, wovon die Anleger eines OGAW profitieren. Zugleich erhalten die Anleger ausreichend Transparenz über diese Kostenbelastung.“

8. Zu Nr. 54 b): § 200 Abs. 2 KAGB-E

Wir schlagen vor, von der vorgesehenen Änderung abzusehen.

Begründung:

§ 200 Abs. 2 KAGB-E soll die Möglichkeit für KVGs beseitigen, Wertpapierdarlehen gegen Verpfändung von Wertpapieren als Sicherheit auszureichen. Zur Begründung wird Bezug auf Art. 22 (7) OGAW-Richtlinie in der durch Richtlinie 2014/91/EU geänderten Fassung (OGAW V) genommen.

Der Entwurf richtet das Verbot an den falschen Adressaten. Art. 22 (7) befasst sich mit der „Wiederverwendung für eigene Rechnung“ durch die Verwahrstelle oder einen Dritten, auf den die Verwahrung übertragen wurde. Satz 3, auf den in der Begründung des Entwurfes Bezug genommen wird, regelt lediglich eine Rückausnahme zu den Einschränkungen betreffend den Verwahrer. Art. 22 (7) der OGAW-Richtlinie ist bereits vollständig in § 70 Abs. 5 KAGB umgesetzt.

Die Verpfändung von Wertpapieren und Guthaben in Deutschland demgegenüber insgesamt zu untersagen, schadet dem Finanzstandort und insbesondere der Fondswirtschaft. Deutsche OGAW müssten ohne Not strengere Regeln einhalten, als dies in anderen Mitgliedstaaten der Fall ist. Eine Verpfändung wird unter Umständen beim Clearing von Wertpapierdarlehen oder bei der Einbeziehung von Tri-Party Agents relevant. Daher sollte die Möglichkeit der Verpfändung beibehalten werden.

9. Zu Nr. 55: § 202 KAGB-E

Wir schlagen vor, § 202 KAGB wie folgt zu fassen:

„Die OGAW-Kapitalverwaltungsgesellschaft kann sich eines von einer Wertpapiersammelbank oder von einem anderen Unternehmen, dessen Unternehmensgegenstand ~~die Abwicklung von grenzüberschreitenden Effktengeschäften für andere~~ **das Clearing von Wertpapier-Darlehen** ist und das in den Anlagebedingungen genannt ist, organisierten Systems zur Vermittlung und Abwicklung von Wertpapier-Darlehen bedienen, das von den Anforderungen nach ~~den §§ 200 Absatz 1 Satz 3 und 201~~ **den §§ 200 Absatz 1 Satz 3 und 201** abweicht, ~~wenn durch die Bedingungen dieses Systems die Wahrung der Interessen der Anleger gewährleistet ist.~~ Von dem jederzeitigen Kündigungsrecht nach § 200 Absatz 1 darf nicht abgewichen werden.“



Begründung:

§ 9d KAGG, die Vorgängervorschrift zu § 202 KAGB, wurde durch das zweite Finanzmarktförderungsgesetz eingeführt und sollte KVGs mehr Freiheiten beim Abschluss von Wertpapierdarlehen geben. Die Nutzung eines Wertpapierdarlehenssystems sollte nach Auffassung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages nicht daran scheitern, dass dieses nicht von einer Wertpapiersammelbank betrieben wird (BT-Drs. 12/7918, S. 116).

Möchte eine KVG Wertpapierdarlehen über den Zentralen Kontrahenten einer Börse clearen, stünde dem die 10%-Kontrahentengrenze aus § 200 Abs. 1 KAGB im Wege. Durch die im Referentenentwurf vorgeschlagene Einschränkung wird die in der Praxis zu Gunsten der Ermöglichung eines börslichen Clearings vertretene analoge Anwendung von § 202 KAGB konterkariert. Dies schadet dem Finanzplatz Deutschland, da weltweit das Gegenteil, nämlich eine Förderung des Clearings wahrzunehmen ist.

Daher sollte der Entwurf in der Konsequenz ausdrücklich das Clearing von Wertpapierdarlehen als weiteren Ausnahmetatbestand berücksichtigen. Die Person des Betreibers kann dabei keine Rolle spielen, sollte jedenfalls nicht auf Wertpapiersammelbanken beschränkt sein. Anderenfalls liefe die Ausnahme weitgehend ins Leere.

10. Nr. 57a (neu): § 211 Abs. 3 KAGB

§ 211 Abs. 3 sollte wie folgt gefasst werden:

„(3) Die in den §§ 206 bis 209 **sowie den Anlagebedingungen** bestimmten Grenzen dürfen in den ersten sechs Monaten seit Errichtung eines inländischen OGAW **und in der Abwicklungsphase eines inländischen OGAW in den letzten 3 Monaten** sowie nach vollzogener Verschmelzung durch den übernehmenden inländischen OGAW jeweils unter Beachtung des Grundsatzes der Risikostreuung überschritten werden.“

Begründung:

Zahlreiche gesetzliche Vorschriften des KAGB, insbesondere die §§ 206 bis 209, werden von den KVGs in den Anlagebedingungen wiedergegeben und entsprechend der jeweiligen Anlagestrategie eines Sondervermögens spezifiziert. Insbesondere ein vertraglicher Anlageschwerpunkt ist eng mit den gesetzlichen Grenzen verbunden und maßgeblich für die Umsetzung einer Anlagestrategie. Allerdings ist bisher nicht erkennbar geregelt, dass für die Einhaltung der Anlagebedingungen ebenfalls eine Ausnahme nach § 211 Abs. 3 KAGB gilt. Dies führt dazu, dass z. B. mit dem ersten Mittelzufluss bei Auflegung eines OGAW zur Einhaltung des Anlageschwerpunktes unverzüglich in entsprechende Vermögensgegenstände investiert werden muss, ohne gegebenenfalls Marktopportunitäten nutzen zu können. Hinzu kommt, dass mit jedem weiteren Mittelzufluss wiederum unmittelbar Adjustierungen zur weiteren Einhaltung vorgenommen werden müssen, wodurch verstärkt und unnötig Kosten entstehen. Es erscheint daher im Interesse der Anleger, die Ausnahmeregelung des § 211 Abs. 3 KAGB klarstellend um eine Anwendung auch auf die Anlagebedingungen zu erweitern.

Des Weiteren fehlt es bislang an einer Regelung, damit inländische OGAW auch in der Abwicklungsphase die Vermögensgegenstände zeitlich gestreckt veräußern können, ohne gegen die



quantitativen Grenzen der §§ 206 bis 209 KAGB sowie die Anlagebedingungen zu verstoßen. Es wäre daher ebenfalls im Interesse der Anleger, wenn die Vermögensgegenstände nicht in risikogestreuten Umfang bis zum letzten Tag gehalten werden müssten, sondern auch hier unter Ausnutzung von Marktopportunitäten und kosteneffizient bestmöglich verkauft werden können.

11. Nr. 59a (neu): § 220 KAGB-E

§ 220 sollte wie folgt gefasst werden:

„Auf die Verwaltung von Sonstigen Investmentvermögen nach Maßgabe der §§ 220 bis 224 sind die Vorschriften der §§ 192 bis 205 und 211 insoweit anzuwenden, als sich aus den nachfolgenden Vorschriften nichts anderes ergibt.“

Begründung:

Bislang fehlt es für Sonstige Investmentvermögen an einer Regelung, in der Anlauf- und Abwicklungsphase von den für sie geltenden quantitativen Grenzen der §§ 220 ff. KAGB sowie den Anlagebedingungen abweichen zu können. Es müssen daher bisher alle relevanten gesetzlichen sowie vertraglichen Vorschriften vom Tag der Auflegung bis zum Tag der Abwicklung eingehalten werden, was dem erweiterten Anlagespektrum der Sonstigen Investmentvermögen nicht gerecht wird und insbesondere, wie auch bereits unter 10. dargestellt, den Interessen der Anleger zuwiderläuft. Im Interesse der Anleger sollte daher § 220 KAGB um den Verweis auf die Ausnahmeregelung des § 211 KAGB erweitert werden.

12. Zu Nr. 61: § 240 Abs. 2 KAGB-E

Nach dem Entwurf soll § 240 Abs. 2 KAGB zumindest dahingehend eingeschränkt werden, dass die Finanzierungsgrenzen für Gesellschafterdarlehen nach § 240 Abs. 3 KAGB (50% auf der Ebene einer Immobilien-Gesellschaft, 25% auf Fondsebene) nicht für Darlehen gelten sollen, die an Immobilien-Gesellschaften gewährt werden, an denen die KVG für Rechnung des betreffenden Immobilien-Sondervermögens unmittelbar oder mittelbar zu 100 Prozent des Kapitals und der Stimmrechte beteiligt ist und die selbst unmittelbar Grundstücke halten.

In unserer Stellungnahme (Anlage 3) schlagen wir weitreichende Änderungen des § 240 Abs. 1 und 2 KAGB vor.

Für den Fall, dass diesen Vorschlägen nicht gefolgt wird, regen wir an, zumindest folgende Änderungen zu den neuen Sätzen 2 und 3 in Abs. 2 zu berücksichtigen. Grundsätzlich sollte in Betracht gezogen werden, nicht nur eine punktuelle Ausnahme von den Finanzierungsgrenzen vorzusehen, sondern die Vorschrift des § 240 KAGB insgesamt bei 100%-Beteiligungen nicht zur Anwendung kommen zu lassen. Zumindest aber sollte auch die Anwendbarkeit des § 240 Abs. 1 Nr. 3 KAGB bei 100 Prozent Beteiligungen ausgeschlossen werden. Die zwingende Notwendigkeit einer Besicherung bei Vorliegen einer 100-Prozent-Beteiligung zu fordern, ist nämlich weder aus Risikoerwägungen noch aus wirtschaftlichen Gesichtspunkten erkennbar. Ein Besicherungserfordernis ist daher nicht gerechtfertigt, zumal die Bestellung von Realsicherheiten mit nicht un-



beachtlichen Kosten für das Sondervermögen verbunden ist und der Praxis erhebliche Schwierigkeiten bereitet.

a) § 240 Abs. 2 Satz 2 KAGB-E sollte wie folgt gefasst werden:

„Satz 1 gilt nicht für Darlehen, die für Rechnung des Immobilien-Sondervermögens an Immobilien-Gesellschaften gewährt werden, an denen die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft für Rechnung des Immobilien-Sondervermögens unmittelbar oder mittelbar zu 100 Prozent des Kapitals und der Stimmrechte beteiligt ist ~~und die selbst unmittelbar Grundstücke halten.~~“

Begründung:

Die neue Regelung zur Darlehensvergabe an 100-Prozent-Beteiligungen sieht vor, dass die Erleichterung nur für solche Immobilien-Gesellschaften gilt, „die selbst unmittelbar Grundstücke halten“. In der Gesetzesbegründung heißt es: „Die Erleichterung der Darlehensvergabe soll dabei nur für Immobilien-Gesellschaften gelten, die selbst unmittelbar Immobilien halten.“ Unklar ist, ob der Entwurf mit der Formulierung im neuen Satz 2 deutlich macht, dass eine Darlehensvergabe an nicht Immobilien haltende Immobilien-Gesellschaften auch zulässig ist. Wir gehen davon aus, dass dies nicht gewollt ist, auch wenn wir für einen Ausschluss der Vergabe von Gesellschafterdarlehen an reine Holding-Immobilien-Gesellschaften keinen nachvollziehbaren Grund sehen. Der Wortlaut ist jedenfalls nicht eindeutig.

Die vorgeschlagene Streichung dient der Rechtsklarheit. Blicke es bei dem Wortlaut „und die selbst unmittelbar Grundstücke halten“, könnte die Regelung auch dahingehend missverstanden werden, dass sie nicht für die Fälle gilt, in denen die Immobilien-Gesellschaft selbst unmittelbar noch kein Grundstück hält, d. h. das Darlehen zum Erwerb eines „Erstgrundstücks“ gewährt wird. Hilfsweise regen wir an, den neuen Satz 2 zumindest um die Wörter „oder erwerben“ zu ergänzen:

„Satz 1 gilt nicht für Darlehen, die für Rechnung des Immobilien-Sondervermögens an Immobilien-Gesellschaften gewährt werden, an denen die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft für Rechnung des Immobilien-Sondervermögens unmittelbar oder mittelbar zu 100 Prozent des Kapitals und der Stimmrechte beteiligt ist und die selbst unmittelbar Grundstücke halten oder erwerben.“

b) § 240 Abs. 2 Satz 3 KAGB-E sollte wie folgt gefasst werden:

„Bei einer vollständigen Veräußerung der Beteiligung an einer Immobilien-Gesellschaft nach Satz 2 ist das Darlehen abweichend von Absatz 1 Nummer 4 vor oder spätestens bei der Veräußerung zurückzuzahlen.“

Begründung:

Der Vorschlag berücksichtigt, dass Gesellschafterdarlehen regelmäßig nicht vor, sondern erst unmittelbar bei der Veräußerung (d.h. am Closingtag) zurückgeführt werden. In der Praxis geschieht die Rückführung des Gesellschafterdarlehens im Rahmen eines Verkaufs in aller Regel nicht vor dem Verkauf, wie es der Gesetzesentwurf vorsieht, sondern im Rahmen der Veräußerung bei Kaufpreiszahlung durch den Käufer, d.h. bei Closing. Zum einen hat die Immobilien-Gesellschaft regelmäßig gar nicht ausreichend Liquidität, um das Gesellschafterdarlehen bereits vor dem Closing zurückzuführen. Zum anderen ist eine Rückführung des Gesellschafterdarlehens vor tatsächlicher Kaufpreiszahlung und damit der Veräußerung ggf. mit gewissen



Risiken und steuerlichen Nachteilen verbunden. Denn wenn die Veräußerung scheitern sollte (z.B. weil der Käufer nicht mehr zahlen kann oder es sich herausstellen sollte, dass bestimmte Closing-Voraussetzungen nicht oder nicht bis zu einem vertraglichen Long-Stop-Date erfüllt werden können) und die KVG die Anteile an der Immobilien-Gesellschaft daher weiter halten wird, fallen bei eine Rückführung vor Veräußerung (Closing) die mit dem Gesellschafterdarlehen verbundenen Vorteile (z.B. steuerliche Zinsabzugsfähigkeit) zum Nachteil der Anleger weg, ohne dass es zur Veräußerung gekommen ist.

13. Zu Nr. 67: § 269 Abs. 1 KAGB-E

Nr. 67 sollte wie folgt gefasst werden:

„67. § 269 Absatz 1 wird wie folgt gefasst:

(1) Für den Verkaufsprospekt von geschlossenen Publikums-AIF gilt § 165 Absatz 1, 2 Nummer 1 bis 25, **und** 27 bis 40 **und** 42, Absatz 3 bis 5, 7 bis 9 entsprechend mit der Maßgabe, dass an die Stelle des in § 165 Absatz 2 Nummer 19 genannten Verweises auf die §§ 168 bis 170, 212, 216 und 217 der Verweis auf die §§ 271 und 272 tritt und die Regelungen, soweit sie sich auf Teilinvestmentvermögen beziehen, nicht anzuwenden sind.“

Begründung:

Die im Referentenentwurf vorgesehene Änderung (Verweis auf § 165 Abs. 2 Nr. 41) würde eine Pflicht zu Angaben im Zusammenhang mit Swing Pricing begründen, was für geschlossene Publikums-AIF keinen Sinn ergibt. Gemeint ist offenbar die in § 165 Abs. 2 KAGB-E angefügte Nr. 42 mit Referenzen zu Offenlegungs- und Taxonomieverordnung.

14. Nr. 72a (neu) anstelle von Nr. 73 b): § 283 Abs. 1 KAGB

Anstelle der mit Nr. 73 b) des Referentenentwurfs vorgesehenen Änderungen des § 284 Abs. 4 KAGB schlagen wir folgende neue Nr. 72a vor:

„72a. § 283 Abs. 1 KAGB ist wie folgt zu fassen:

(1) Hedgefonds sind allgemeine offene inländische Spezial-AIF nach § 282, deren Anlagebedingungen zusätzlich mindestens eine der folgenden Bedingungen vorsehen:

1. **mindestens** den Einsatz von Leverage in beträchtlichem Umfang oder
2. den Verkauf von Vermögensgegenständen für gemeinschaftliche Rechnung der Anleger, die im Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses nicht zum AIF gehören (Leerverkauf).

Die Kriterien zur Bestimmung, wann Leverage in beträchtlichem Umfang eingesetzt wird, richten sich nach Artikel 111 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013. **Offene inländische Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen im Sinne von § 284 sind keine Hedgefonds.**

Begründung:

Der Änderungsvorschlag stellt klar, dass offene inländische Spezialfonds mit festen Anlagebedingungen im Sinne von § 284 KAGB keine Hedgefonds sind. Diese ausdrückliche gesetzliche Wer-



tion ist notwendig, weil sich in der Anwendungspraxis regelmäßig Abgrenzungsfragen zwischen Hedgefonds und Spezialfonds mit festen Anlagebedingungen beim Einsatz von Leverage stellen, zuletzt im Zusammenhang mit der Auslegungshilfe der BaFin zum Abschirmungsgesetz.

Die vorgeschlagene Lösung knüpft direkt an die Hedgefondsdefinition in § 283 KAGB an und würde die durch den Referentenentwurf vorgesehene Änderung in § 284 Abs. 4 KAGB entbehrlich machen. Hilfsweise schlagen wir vor, unseren Vorschlag zur Änderung des § 283 Abs. 1 KAGB zusätzlich zu der vorgeschlagenen Änderung des § 284 Abs. 4 KAGB zu übernehmen. Entscheidend ist, eine klare investimentrechtliche Abgrenzung zu finden, um einen etwaigen Generalverdacht zu vermeiden, dass Spezialfonds mit festen Anlagebedingungen auch Hedgefonds sein können.

15. Zu Nr. 73: § 284 KAGB

§ 284 Abs. 2 Nr. 2 Buchst. h) KAGB sollte wie folgt gefasst werden:

„Beteiligungen an ÖPP-Projektgesellschaften und an Infrastruktur-Projektgesellschaften, wenn der Verkehrswert dieser Beteiligungen ermittelt werden kann,“

Begründung:

Nach dem Referentenentwurf soll ein (Publikums-) Infrastruktur-Sondervermögen eingeführt werden, das sich wesentlich an Infrastruktur-Projektgesellschaften beteiligen kann. Entsprechendes sollte auch einem Spezial-AIF nach § 284 KAGB ermöglicht werden. Da sich dieser bspw. auch gem. § 284 Abs. 2 Nr. 2 Buchst. f KAGB an Immobilien-Gesellschaften und gem. § 284 Abs. 2 Nr. 2 Buchst. h KAGB an ÖPP-Projektgesellschaften beteiligen kann, ist kein Grund ersichtlich, warum eine Beteiligung an Infrastruktur-Projektgesellschaften nur Publikums-Investmentvermögen vorbehalten sein soll.

16. Zu Nr. 83: § 302 KAGB-E

§ 302 Absatz 1 KAGB-E sollte wie folgt gefasst werden:

„(1) Für Werbung für AIF gegenüber Privatanlegern gelten neben den Vorschriften der Artikel 4 Absatz 1, 4 und 5 der Verordnung (EU) 2019/1156 die Regelungen der folgenden Absätze. Für Werbung für OGAW gelten die Anforderungen des Artikel 4 Absatz 1 bis 3 der Verordnung (EU) 2019/1156.“

Begründung:

In der Regel wird im KAGB auf EU-Verordnungen, die grundsätzlich bereits unmittelbar in den Mitgliedstaaten gelten, noch einmal verwiesen, z. B. § 36 Absatz 10 KAGB auf die Delegierte VO 231/2013 oder die neuen Verweise in § 165 Absatz 2 Ziff. 42 KAGB auf die Verordnung (EU) 2019/2088. Ohne diesen Verweis ist die Vorschrift des § 302 KAGB, die im Abschnitt der Vorschriften für den Vertrieb von OGAW und AIF für Privatanleger steht, unvollständig.



17. Zu Nr. 84: § 306a KAGB-E

§ 306a KAGB-E sollte wie folgt gefasst werden:

„(1) Beabsichtigt eine EU-OGAW-Verwaltungsgesellschaft Anteile an einem OGAW im Geltungsbereich dieses Gesetzes zu vertreiben oder eine EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft Anteile eines AIF im Geltungsbereich dieses Gesetzes an Privatanleger zu vertreiben, so hat sie eine Einrichtung bereitzustellen, die“

Begründung:

Nach dem derzeitigen Wortlaut des § 306a KAGB-E ist auch der Vertrieb von deutschen OGAW und AIF durch eine OGAW-Kapitalverwaltungsgesellschaft bzw. AIF-Verwaltungsgesellschaft in Deutschland von dem Erfordernis des Bereitstellens einer „Einrichtung“ erfasst. Der Begriff OGAW- bzw. AIF-Verwaltungsgesellschaft umfasst deutsche Kapitalverwaltungsgesellschaften und EU-OGAW- bzw. EU-AIF-Verwaltungsgesellschaften.

Der maßgebliche Artikel der OGAW-Richtlinie (Artikel 92 n.F.), der mit dieser Regelung umgesetzt werden soll, befindet sich jedoch im Kapitel XI „Sondervorschriften für OGAW, die ihre Anteile in anderen Mitgliedstaaten als dem Mitgliedstaat vertreiben, in dem sie niedergelassen sind“. Daher sollte der Begriff „OGAW-Verwaltungsgesellschaft“ durch „EU-OGAW-Verwaltungsgesellschaft“ ersetzt werden. Um einen Gleichlauf für OGAW und AIF herzustellen, ist die entsprechende Ergänzung auch für die AIF-Verwaltungsgesellschaften vorzunehmen.

Sollte der Gesetzgeber hier auch den Vertrieb von deutschen OGAW und AIF erfassen wollen, regen wir an, in der Gesetzesbegründung klarzustellen, dass im Falle von rein innerstaatlichen Sachverhalten die Kapitalverwaltungsgesellschaft selbst oder die Verwahrstelle eines Fonds die Aufgaben der „bereitzustellenden Einrichtung“ wahrnehmen kann und keine gesonderte „Einrichtung“ erforderlich ist.

18. Zu Nr. 85: § 306b Absatz 3 KAGB-E

Wir schlagen vor, § 306b Absatz 3 Ziff. 5 KAGB-E zu streichen.

Begründung:

Laut Gesetzesbegründung werden mit § 306b KAGB die Vorgaben der Richtlinie (EU) 2019/1160 zum grenzüberschreitenden Vertrieb zum sogenannten „Pre-Marketing“ umgesetzt. Hierbei orientiert der Entwurf sich sehr eng an der Richtlinie. Allerdings wird mit Absatz 3 Ziff. 5 eine Vorgabe aufgenommen, die sich nicht unmittelbar aus Art. 30a oder Art. 32a AIFMD ergibt. Es ist kein sachlicher Grund erkennbar, warum eine Kapitalverwaltungsgesellschaft „prophylaktisch“ eine Erklärung abgeben sollte, dass sie für einen AIF, für den sie Pre-Marketing betreiben möchte, keinen Widerruf des Vertriebs von AIF angezeigt hat, der innerhalb der letzten 36 Monate wirksam wurde und dass dessen Anlagestrategien auch nicht eine vergleichbare Anlagestrategie zu denjenigen AIF aufweist, deren Vertrieb eingestellt wurde. Es ist ausreichend, dass sich die Kapitalver-



waltungsgesellschaften an diese rechtliche Vorgabe hält, ohne dass sie dies vorsorglich gegenüber der BaFin bestätigen muss.

19. Zu Nr. 85: § 306b Absatz 6 KAGB-E

§ 306b Absatz 6 KAGB-E sollte wie folgt gefasst werden:

„(6) Ein Dritter darf im Geltungsbereich dieses Gesetzes nur dann Pre-Marketing im Namen einer AIF-Verwaltungsgesellschaft betreiben, wenn er als vertraglich gebundener Vermittler im Sinne der Richtlinie 2014/65/EU handelt oder [...]“

Begründung:

Redaktionelle Korrektur

20. Zu Nr. 99: § 331a KAGB-E

§ 331a sollte wie folgt gefasst werden:

„(1) Eine AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft kann den Vertrieb von Anteilen oder Aktien einiger oder aller von ihr verwalteten EU-AIF oder inländischen AIF in einem Staat, für den eine Anzeige gemäß § 331 erfolgt ist, widerrufen, sofern alle nachstehend aufgeführten Voraussetzungen erfüllt sind:

1. es ist ein Pauschalangebot zum Rückkauf oder zur Rücknahme – ohne Gebühren oder Abzüge – sämtlicher derartiger AIF-Anteile oder Aktien, die von Anlegern in diesem Staat gehalten werden, außer im Fall von geschlossenen AIF und von durch die Verordnung (EU) 2015/760 des Europäischen Parlaments und des Rates regulierten Fonds, abgegeben worden, das für die Dauer von mindestens 30 Arbeitstagen öffentlich zugänglich und individuell – direkt oder über Finanzintermediäre – an die Anleger in diesem Staat gerichtet ist, deren Identität bekannt ist;
2. die Absicht, den Vertrieb von Anteilen oder Aktien einiger oder aller ihrer AIF in diesem Staat aufzuheben zu widerrufen, ist mittels eines allgemein verfügbaren Mediums, einschließlich elektronischer Mittel, das für den Vertrieb von AIF üblich und für einen typischen AIF Anleger geeignet ist, bekannt gemacht worden;
3. vertragliche Vereinbarungen mit Finanzintermediären oder Vertretern sind mit Wirkung vom Datum des Widerrufs geändert oder beendet worden, um jedes neue oder weitere unmittelbare oder mittelbare Anbieten oder Platzieren der in dem Anzeigeschreiben gemäß Absatz 3 genannten Anteile oder Aktien zu verhindern.

(2) Ab dem ~~in Absatz 1 Nummer 3 genannten Datum des Widerrufs~~ unterlässt die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft in dem Staat, für den diese eine Anzeige gemäß Absatz 3 übermittelt hat, jedes neue oder weitere unmittelbare oder mittelbare Anbieten oder Platzieren von Anteilen oder Aktien des von ihr verwalteten AIF.

(3)

(4)

(5) Für die Dauer von 36 Monaten ab dem Datum ~~des Widerrufs gemäß Absatz 1 Nummer 3~~ betreibt die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft in dem in der Anzeige gemäß Absatz 3 genannten Staat kein Pre-Marketing für Anteile oder Aktien der in dem Anzeigeschreiben genannten AIF oder für vergleichbare Anlagestrategien oder Anlagekonzepte.“



Begründung:

Mit §§ 295a und 331a KAGB-E werden die Vorgaben des neu eingefügten Artikels 32a der Richtlinie 2011/61/EU sowie des neu eingefügten Artikels 93a der Richtlinie 2009/61/EU umgesetzt. Der Wortlaut des § 295a KAGB-E wurde dabei gegenüber der EU-Richtlinie sprachlich an die Diktion des KAGB angepasst. Diese sprachliche Anpassung ist bei § 331a KAGB-E nicht erfolgt, sollte im Sinne eines einheitlichen Gesetzeswortlauts jedoch noch vollzogen werden.

21. Nr. 104a (neu): § 353 Abs. 4 KAGB

Wir schlagen die Aufnahme der folgenden Nr. 104a vor:

„104a. In § 353 Absatz 4 wird die Angabe „§ 160 Absatz 4,“ gestrichen.“

Begründung:

Folgeänderung zur Aufhebung des § 160 Abs. 4 (Nr. 44 c) des Entwurfs).

22. Nr. 105: § 362 Abs. 1 und 2 KAGB

- a) In § 362 Absätze 1 und 2 ist jeweils die Angabe „§ 165 Absatz 2 Nummer 41“ durch die Angabe „§ 165 Absatz 2 Nummer 42“ zu ersetzen.

Begründung:

Korrektur eines Verweisfehlers.

- b) § 362 Abs. 4 sollte um folgenden Satz 2 ergänzt werden:

„§ 165 Abs. 2. Ziff. 42 ist hinsichtlich der Transparenz bei nachteiligen Nachhaltigkeitsauswirkungen auf Ebene des Finanzprodukts gemäß Art. 7 der Verordnung (EU) 2019/2088 ab dem 30. Dezember 2022 anzuwenden.“

Begründung:

Artikel 7(1) der EU-Offenlegungsverordnung tritt hinsichtlich der Transparenzpflichten zu den wichtigsten nachteiligen Nachhaltigkeitsauswirkungen auf Produktebene erst zum 30. Dezember 2022 in Kraft. Die vorgeschlagene Änderung trägt dieser Vorgabe Rechnung.

Artikel 7 – Änderungen von Verordnungen

Zu Artikel 7 Abs. 5: Änderung der KARBV

§ 4 Absatz 1 KARBV-E sollte gestrichen werden.



Begründung:

Dass eine KVG aufgrund von § 107 Abs. 3 KAGB-E nur noch die Halbjahresberichte für Publikumsfonds unverzüglich nach erster Verwendung der BaFin übermitteln muss, trägt wesentlich zum Bürokratieabbau bei. Die Übersendung der übrigen Berichte erfolgt gemäß § 4 Abs. 2 KAPrübV bereits durch Anhang an den Prüfungsbericht des Abschlussprüfers.

Dessen ungeachtet sollen alle Berichte i. S. d. § 1 Abs. 1 KARBV, d. h. Jahres-, Halbjahres-, Zwischen-, Auflösungs- und Abwicklungsberichte weiterhin von der Geschäftsleitung eigenhändig unterschrieben werden, § 4 Abs. 1 KARBV-E.

Vor dem Hintergrund des Ziels des Fondsstandortgesetzes, zur Entbürokratisierung und Digitalisierung beizutragen, sollte eine eigenhändige Unterschrift nicht länger erforderlich sein.

Anlage 2: Investmentsteuerrechtliche Folgeänderungen

Art. XX neu: Änderung des Investmentsteuergesetzes

1. Wir regen an, §§ 26 und 29 InvStG wie folgt zu fassen:

„§ 26 Anlagebestimmungen

Ein Spezial-Investmentfonds ist ein Investmentfonds, der ~~die Voraussetzungen für eine Gewerbesteuerbefreiung nach § 15 Absatz 2 und 3 erfüllt und~~ in der Anlagepraxis nicht wesentlich gegen die nachfolgenden ~~weiteren~~ Voraussetzungen (Anlagebestimmungen) verstößt:

...

§ 29 Steuerpflicht des Spezial-Investmentfonds

(1) Die Vorschriften der §§ 6, ~~und 7~~ und 15 für die Besteuerung von Investmentfonds sind auf Spezial-Investmentfonds anzuwenden, soweit sich aus den nachfolgenden Regelungen keine Abweichungen ergeben.

...

(4) ~~Spezial-Investmentfonds sind von der Gewerbesteuer befreit.~~“

Begründung:

U. E. ist es nicht sachgerecht, dass ein Spezial-Investmentfonds durch eine aktive unternehmerische Bewirtschaftung seinen Steuerstatus verliert. Vielmehr sollte ein Spezial-Investmentfonds wie ein Investmentfonds zur Anwendung des § 15 InvStG verpflichtet und damit ggf. auch gewerbesteuerpflichtig werden.

Die Anbieter von Immobilien-Spezial-Investmentfonds müssen ihre Einnahmen aus einer aktiven unternehmerischen Tätigkeit streng überwachen, da ein Überschreiten der Bagatellgrenze zu einem Verlust des Status als Spezial-Investmentfonds führt. Für die Anleger bedeutet dies nicht nur einen unwiderruflichen Wechsel in ein für sie nachteiliges Besteuerungsregime, sondern auch die Besteuerung der aufgelaufenen stillen Reserven, ohne dass ihnen entsprechend Liquidität zufließt. Die stillen Reserven sind bei den meisten Anlegern sehr hoch, da viele Spezial-Investmentfonds bereits über mehrere Jahre gehalten werden. Außerdem ist bisher nicht abschließend geklärt, welche Tätigkeiten bzw. Einnahmen einer aktiven unternehmerischen Bewirtschaftung zuzurechnen sind. Es besteht daher bei der Ermittlung der betroffenen Einnahmen große Unsicherheit. In der Praxis wird daher versucht, weitestgehend auf solche Einnahmen zu verzichten, um so die Bagatellgrenze nicht auszureizen. So werden beispielsweise Weihnachtsmärkte in Shopping-Centern oder Kurzzeitparkplätze in Tiefgaragen von Büroimmobilien in der Innenstadt üblicherweise nicht oder nur in sehr geringem Maße von Objekten, die zu einem Spezial-Investmentfonds gehören, angeboten.

In den letzten Monaten hat die Diskussion um nachhaltige Immobilienfonds deutlich zugenommen. Damit Immobilienfonds sich als nachhaltig bezeichnen können, müssen sehr wahrscheinlich starke



Veränderungen an Bestandsgebäuden vorgenommen werden. Neben Umbaumaßnahmen wird u.a. auch über die Energieerzeugung auf Flächen der Gebäude (z.B. Dach oder Fassade von Gewerbe- bzw. Büroimmobilien) oder das Anbieten von Ladesäulen für E-Autos diskutiert. Inwieweit diese Maßnahmen bzw. Angebote – welche notwendig sind, um die an nachhaltige Immobilien gestellten Anforderungen zu erfüllen – zu Einnahmen aus einer aktiven unternehmerischen Bewirtschaftung führen, ist oftmals unklar. Aufgrund der Konsequenzen, die eine Fehleinschätzung für die Anleger bedeutet, bzw. der Einschränkung von Handlungsoptionen, die durch solche Aktivitäten entstehen, nehmen KVGs regelmäßig Abstand von solchen der Nachhaltigkeit dienenden Maßnahmen.

Am Beispiel der Stromerzeugung mit Hilfe von Solarzellen kann dies gut illustriert werden. Der mit Hilfe von Solarzellen auf dem Dach – künftig wohl auch in der Fassade – erzeugte Strom kann zwar grds. dem Objekt bzw. Mieter zur Verfügung gestellt werden. Aufgrund von technischen und sonstigen Restriktionen (z.B. was passiert mit überschüssigem Strom oder dem Strom, der an Wochenenden produziert wird?) wird aber sehr wahrscheinlich auch ein Teil des Stroms in das Netz eingespeist. In diesem Zusammenhang stellen sich nun u.a. folgende Fragen:

- Entsteht durch das Einspeisen von überschüssigem Strom eine aktive unternehmerische Bewirtschaftung?
- Inwieweit zählen die Einnahmen aus der Erzeugung des Stroms, welcher durch das Objekt bzw. die Mieter genutzt wird, zu einer aktiven unternehmerischen Bewirtschaftung?
- Inwieweit wird durch etwaigen Leerstand das ausgenutzte Niveau der Bagatellgrenze beeinflusst?
- Wie wirken künftige Strom- und Mietpreise auf die Einnahmeverhältnisse?

Insbesondere große Dachflächen bieten sich für die Stromerzeugung mit Hilfe von Solarzellen an. Im Verhältnis zu den Mieteinnahmen können die Stromeinnahmen z.B. bei Logistikhallen größer als 5 % sein. Solange man diese Objekte mit Immobilien mit schlechterer Ökobilanz kombinieren kann, besteht zunächst kein Problem. Muss man sich jedoch von einem Teil seiner Portfolios trennen, z.B. weil die Anleger eine Auszahlung benötigen, muss sehr genau geprüft werden, welche Objekte überhaupt verkauft werden können. Außerdem wird der Spielraum der KVGs durch das Abstellen auf die Einnahmen – also vor Kosten – zusätzlich eingeschränkt.

Aufgrund dieser Unsicherheiten sind Spezial-Investmentfonds derzeit eingeschränkt, ihre Gebäude – wie öffentlich gefordert – in nachhaltige Gebäude umzubauen und einen wesentlichen Beitrag zum Klimaschutz zu liefern. Vielmehr müssen diese aufgrund des Risikos für die Anleger von solchen Aktivitäten Abstand nehmen. Anleger werden dadurch gezwungen, nachhaltige Immobilien über unregulierte Produkte zu erwerben.

Wir schlagen daher vor, dass die aus unserer Sicht nicht gerechtfertigten Konsequenzen eines unwiderrufflichen Statusverlustes und der Besteuerung der stillen Reserven abgeschafft wird. Vielmehr sollte der Spezial-Investmentfonds bei einem Überschreiten der Bagatellgrenze weiterhin als Spezial-Investmentfonds qualifizieren, aber entsprechend den Vorgaben des § 15 InvStG mit seinem wirtschaftlichen Geschäftsbetrieb gewerbesteuerpflichtig werden. Eine solche Änderung würde das Risiko einer Fehleinschätzung für die Spezial-Investmentfonds bzw. die Anleger minimieren, Spielraum für den nachhaltigen Umbau von Bestandsobjekten bieten, zeitgleich aber gegenüber der Immobiliendirektanlage keinen steuerlichen Vorteil bewirken.



2. Wir regen an, § 26 Nr. 4 Buchst. j InvStG wie folgt zu fassen:

„Beteiligungen an ÖPP-Projektgesellschaften nach § 1 Absatz 19 Nummer 28 des Kapitalanlagegesetzbuchs **und an Infrastruktur-Projektgesellschaften nach § 1 Absatz 19 Nummer 23a des Kapitalanlagegesetzbuchs**, wenn der Verkehrswert dieser Beteiligungen ermittelt werden kann.“

Begründung:

Es soll im KAGB ein (Publikums-) Infrastruktur-Sondervermögen eingeführt werden, das sich wesentlich an Infrastruktur-Projektgesellschaften beteiligen kann. Entsprechendes sollte auch einem Spezial-AIF nach § 284 KAGB ermöglicht werden, da sich dieser bspw. auch gem. § 284 Abs. 2 Nr. 2 Buchst. f KAGB an Immobilien-Gesellschaften und gem. § 284 Abs. 2 Nr. 2 Buchst. h KAGB an ÖPP-Projektgesellschaften beteiligen kann und kein Grund ersichtlich ist, warum eine Beteiligung an Infrastruktur-Projektgesellschaften nur Publikums-Investmentvermögen vorbehalten sein soll (vgl. unsere Anmerkungen zu § 284 KAGB).

Sollte dies eingeführt werden, müsste auch das InvStG geändert werden. Andernfalls könnte ein Großteil der Spezial-AIF aus steuerlichen Gründen von der aufsichtsrechtlichen Erweiterung keinen Gebrauch machen. Um dies jedoch zu ermöglichen, müsste der § 26 InvStG, welcher die für steuerliche Spezial-Investmentfonds maßgebenden Anlagebestimmungen regelt und in weiten Teilen an die heutigen Regelungen des § 284 KAGB für Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen angelehnt ist, entsprechend überarbeitet werden. Hierdurch wäre sichergestellt, dass Spezial-AIF selbst in Infrastruktur-Projektgesellschaften investieren können, aber vor allem auch, dass die neuen (Publikums-) Infrastruktur-Sondervermögen als Zielfonds von steuerlichen Spezial-Investmentfonds in Betracht kämen.

Sollte dies nicht eingeführt werden, müsste es dennoch zu einer Änderung des InvStG kommen. Andernfalls bestünde die Gefahr, dass die neuen (Publikums-) Infrastruktur-Sondervermögen nicht als Zielfonds von steuerlichen Spezial-Investmentfonds in Betracht kämen, auch wenn eine eingeschränkte Beteiligung eines Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen an solch einem (Publikums-) Infrastruktur-Sondervermögen aufsichtsrechtlich möglich sein sollte.

3. Wir regen an, § 26 Nr. 5 Satz 2 InvStG wie folgt zu fassen:

„Investmentfonds, die nach ihren Anlagebedingungen **mehr als 50 Prozent ihres Aktivvermögens das bei ihnen angelegte Geld** in Immobilien oder Immobilien-Gesellschaften **oder in Infrastruktur-Projektgesellschaften** anlegen, dürfen bis zu 100 Prozent ihres Wertes in Immobilien-Gesellschaften **oder Infrastruktur-Projektgesellschaften** investieren.“

Begründung:

Sofern Infrastruktur-Projektgesellschaften in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft aufgelegt werden, sollte es einem Spezial-Investmentfonds wie bei der Beteiligung an Immobilien-Gesellschaften ermöglicht werden, mehr als 20% seines Wertes in Infrastruktur-Projektgesellschaften zu investieren. Andernfalls könnte der Spezial-AIF die aufsichtsrechtlich zulässige Beteiligungshöhe lediglich aus steuerlichen Gründen nicht ausschöpfen.

Im Übrigen sollte die Definition eines „Immobilienfonds“ bzw. eines „Infrastrukturfonds“ für Zwecke der steuerlichen Beteiligungsmöglichkeiten an die aufsichtsrechtlichen Begrifflichkeiten angepasst werden.



Es ist aus unserer Sicht für Zwecke des § 26 Nr. 5 Satz 2 InvStG kein Grund ersichtlich, die lediglich für Zwecke der Teilfreistellung herangezogene Definition eines Immobilienfonds im Sinne des § 2 Abs. 9 InvStG in § 26 InvStG zu übernehmen. Insoweit würde hier die Rechtslage vor 2018 fortgeführt (§ 1 Abs. 1b Satz 2 Nr. 6 Satz 2 InvStG 2017).

4. Wir regen an, § 26 Nr. 6 Satz 2 InvStG wie folgt zu fassen:

„Dies gilt nicht für Beteiligungen eines Investmentfonds an

- a) Immobilien-Gesellschaften,
- b) ÖPP-Projektgesellschaften, **und**
- c) Gesellschaften, deren Unternehmensgegenstand auf die Erzeugung erneuerbarer Energien nach § 5 Nummer 14 des Erneuerbare-Energien-Gesetzes gerichtet ist,
- d) Infrastruktur-Projektgesellschaften und**
- e) Investmentfonds oder Spezial-Investmentfonds, auf welche das Investmentsteuergesetz Anwendung findet.**“

Begründung:

Zu Buchstabe d):

Sofern Infrastruktur-Projektgesellschaften in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft aufgelegt werden, sollte es einem Spezial-Investmentfonds wie bei der Beteiligung an Immobilien-Gesellschaften oder ÖPP-Projektgesellschaften ermöglicht werden, sich zu mehr als 10% am Kapital der Gesellschaft zu beteiligen. Anderenfalls könnte der Spezial-AIF die aufsichtsrechtlich zulässige Beteiligungshöhe lediglich aus steuerlichen Gründen nicht ausschöpfen.

Zu Buchstabe e):

Der Entwurf des BMF-Schreibens vom 16. Juni 2020 zur Ergänzung des BMF-Schreibens vom 21. Mai 2019 sieht in Rz 26.37 vor, dass neben den im Gesetz aufgeführten Immobilien-Gesellschaften, ÖPP-Projektgesellschaften und Gesellschaften, deren Unternehmensgegenstand auf die Erzeugung erneuerbarer Energien gerichtet ist, auch auf Investmentfonds oder Spezial-Investmentfonds, die unter § 26 Nummer 4 Buchst. h oder i InvStG fallen, die 10%-Grenze nicht anzuwenden ist. Durch Rz. 26.39 wird des Weiteren klargestellt, dass ein Verstoß gegen die 10%-Grenze nicht als materieller Verstoß gegen die Anlagebestimmungen gewertet wird; vielmehr sind etwaige steuerliche Vorteile, die sich aus einer Überschreitung ergeben könnten, zu versagen.

Zur Schaffung von Rechtssicherheit regen wir an, die Erweiterung der Ausnahmeregelung auf Investmentfonds und Spezial-Investmentfonds im Gesetz zu verankern und in diesem Zuge die Einschränkung auf solche (Spezial-)Investmentfonds, die unter § 26 Nummer 4 Buchst. h oder i InvStG fallen, durch „auf welche das Investmentsteuergesetz Anwendung findet“ zu ersetzen. Damit würde die Investitionsmöglichkeit erweitert und die Anlage in renditestarke alternative Anlagestrategien, welche regelmäßig nicht die Voraussetzungen des § 26 Nummer 4 Buchstabe h InvStG erfüllen, steuerlich aber identisch zu behandeln sind, deutlich vereinfacht.

Die Einschränkung des Ausnahmetatbestandes auf Anteile an Investmentfonds oder Spezial-Investmentfonds, die unter § 26 Nummer 4 Buchst. h oder i InvStG fallen, ist unseres Erachtens auch



materiellrechtlich nicht erforderlich, da Investmentfonds unabhängig davon, ob sie die Anforderungen des § 26 Nummer 4 Buchst. h InvStG erfüllen, dem pauschalen Besteuerungsregime des Investmentsteuergesetzes unterliegen und die Anleger folglich nicht von etwaigen Steuervorteilen aus einer höheren Beteiligungsquote profitieren. Um das Risiko etwaiger DBA-Vorteile bei einem Investment über die 10%-Grenze hinaus zu vermeiden, könnte in § 26 Nummer 6 InvStG eine entsprechende Rückausnahme für diese Art der Beteiligungen aufgenommen werden.

Auch wenn Rz. 26.39 des oben genannten Entwurfs eines BMF-Schreibens besagt, dass grds. ein Verstoß gegen die 10%-Grenze nicht als materieller Verstoß gegen die Anlagebestimmungen gewertet wird, stehen einem längerfristigen Investment durch die verpflichtende Aufnahme dieser steuerrechtlichen Grenze in den Anlagebedingungen gemäß § 26 Nr. 10 InvStG weiterhin aufsichtsrechtliche Gründe im Weg. Denn ein entsprechendes fortlaufendes Überschreiten der Anlagegrenzen müsste im Prüfbericht aufgeführt werden und könnte zu Schadenersatzforderungen gegen die KVG führen.

5. Wir regen an, in § 26 Nr. 7 Satz 2 InvStG folgende Änderung vorzunehmen:

In § 26 Nr. 7 Satz 2 InvStG sollte die Angabe „50“ durch die Angabe „60“ ersetzt werden.

Begründung:

Durch die Änderung in § 284 KAGB wird die zulässige Belastungs- und Kreditaufnahmegrenze für Immobilien-Spezialfonds von 50 auf 60 Prozent angehoben. Da die Regelungen des § 26 InvStG für steuerliche Spezial-Investmentfonds in weiten Teilen an die heutigen Regelungen des § 284 KAGB für Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen angelehnt sind, müssten diese ebenfalls angepasst werden.

So sieht § 26 Nr. 7 Satz 2 InvStG für steuerliche „Immobilien-Spezial-Investmentfonds“ heute analog dem KAGB eine max. zulässige Kreditaufnahmegrenze von 50% vor. Um weiterhin einen Gleichlauf zwischen Aufsichts- und Steuerrecht zu gewährleisten, müsste auch in § 26 Nr. 7 Satz 2 InvStG die Grenze auf 60% angehoben werden. Anderenfalls besteht aufgrund der investmentsteuerlichen Einschränkungen die Gefahr, dass Spezial-AIF, die als steuerliche Spezial-Investmentfonds eingestuft sind bzw. werden sollen, die aufsichtsrechtlich eingeräumte Möglichkeit einer höheren Kreditaufnahme in der Praxis nicht nutzen können.

Anlage 3: Weitere Änderungsvorschläge

1. Anpassungen der Vorgaben für Liquiditätsmanagementinstrumente

Im Zuge der Umsetzung der Ende März 2020 sehr kurzfristig eingeführten neuen Liquiditätssteueringstrumente (Swing Pricing, Rücknahmebeschränkungen und Rücknahmefristen) bedarf es einiger Klarstellungen für die Praxis.

- a) § 71 Abs. 2 Satz 3 und Abs. 3 Satz 3 KAGB (Swing Pricing – Ausgabe und Rücknahme von Anteilen)

§ 71 Abs. 2 Satz 3 und Abs. 3 Satz 3 KAGB sollten wie folgt gefasst werden:

„(2) [...] Bei Anwendung des Swing Pricing ist dem Ausgabepreis statt des Nettoinventarwertes je Anteil oder je Aktie der modifizierte Nettoinventarwert je Anteil oder je Aktie zugrunde zu legen.

(3) [...] Bei Anwendung des Swing Pricing ist dem Rücknahmepreis statt des Nettoinventarwertes je Anteil oder je Aktie der modifizierte Nettoinventarwert je Anteil oder je Aktie zugrunde zu legen.“

- b) § 165 Abs. 2 Nr. 41 KAGB (Swing Pricing – Verkaufsprospekt)

§ 165 Abs. 2 Nr. 41 KAGB sollte wie folgt gefasst werden:

„41. falls Swing Pricing vorgesehen ist, Angaben zu dessen Art (vollständiges oder teilweises Swing Pricing) und Funktionsweise sowie zur Berechnung des modifizierten Nettoinventarwertes je Anteil oder je Aktie.“

- c) § 168 Abs. 1a KAGB (Swing Pricing – Bewertung, Veröffentlichung und Bekanntgabe)

§ 168 Abs. 1a KAGB sollte wie folgt gefasst werden:

„1a) Falls die Kapitalverwaltungsgesellschaft von der Möglichkeit des Swing Pricing Gebrauch macht, ist zusätzlich zum Nettoinventarwert je Anteil oder je Aktie der modifizierte Nettoinventarwert je Anteil oder je Aktie zu berechnen. Die Vorgaben der §§ 170, 212, 216 Absatz 7, des § 217 Absatz 3 Satz 1 sowie des § 297 Absatz 2 Satz 1 gelten für den modifizierten Nettoinventarwert je Anteil oder je Aktie entsprechend mit der Maßgabe, dass jeweils anstelle des Nettoinventarwertes je Anteil oder je Aktie der modifizierte Nettoinventarwert je Anteil oder je Aktie zu veröffentlichen oder bekanntzugeben ist.“

Begründung zu a) bis c):

Swing Pricing ist eine Methode zur Anteilpreisberechnung, bei der sich die Anteilepreise durch einen Schwingfaktor erhöhen oder reduzieren können, wenn bestimmte Umstände eintreten. Dadurch wird der auf Basis des Nettoinventarwertes (NAV) ermittelte Anteilpreis (Aktienpreis) entsprechend um den Schwingfaktor modifiziert, weshalb es bei Anwendung des Swing Pricing immer nur auf den modifizierten Nettoinventarwert je Anteil/Aktie ankommt und nur dieser gegenüber dem Anleger veröffentlicht und bekannt gegeben werden muss. Der Nettoinventarwert eines Fonds bleibt hingegen immer gleich, egal ob Swing Pricing zur Anwendung kommt oder nicht. Die Ende März 2020 eingeführten Vorschriften zum Swing Pricing greifen die Differenzierung zwischen Nettoinventarwert und (modifizierten) Anteil-/Aktienpreis nicht



zielgenau auf. Vielmehr wird hier an einigen Stellen nur zwischen dem NAV und dem modifizierten NAV unterschieden, was den Eindruck vermittelt, dass beim Swing Pricing ein anderer NAV existieren würde. Hier kann aber nur gemeint sein, dass es auf den modifizierten NAV je Anteil/Aktie ankommen kann. Unsere Änderungsvorschläge dienen daher dazu, diese Abgrenzung präzise auch im Gesetzestext abzubilden.

d) 223 Abs. 1 KAGB (Rücknahmebeschränkungen für Sonstige Sondervermögen)

§ 223 Abs. 1 KAGB sollte wie folgt gefasst werden:

„(1) Die Anlagebedingungen von Sonstigen Investmentvermögen können abweichend von § 98 Absatz 1, **Absatz 1b Satz 1 bis 3** oder § 116 Absatz 2 Satz 1 vorsehen, dass die Rücknahme von Anteilen oder Aktien höchstens einmal halbjährlich und mindestens einmal jährlich zu einem in den Anlagebedingungen bestimmten Termin erfolgt, wenn zum Zeitpunkt der Rückgabe der Anteile oder Aktien die Summe der Werte der zurückgegebenen Anteile oder Aktien einen in den Anlagebedingungen bestimmten Betrag überschreitet. In den Fällen des Satzes 1 müssen die Anlagebedingungen vorsehen, dass die Rückgabe eines Anteils oder von Aktien durch eine unwiderrufliche schriftliche Rückgabeerklärung gegenüber der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft unter Einhaltung einer Rückgabefrist erfolgen muss, die mindestens einen Monat betragen muss und höchstens zwölf Monate betragen darf; § 227 Absatz 3 gilt entsprechend.“

Begründung:

Nach unserem bisherigen Verständnis sind die neu unter § 98 Abs. 1b KAGB eingeführten Rücknahmebeschränkungen nicht für Sonstige Sondervermögen zulässig. Hier wird in § 98 Abs. 1b Satz 5 vielmehr auf die spezifischen Sonderregeln für Sonstige Sondervermögen in § 223 Abs. 1 KAGB verwiesen. Diese regeln als Liquiditätsinstrument bislang nur eine besondere Rücknahmefrist. In der Praxis besteht aber auch der Bedarf, für diese Fondstypen ebenfalls Rücknahmebeschränkungen (neben den bereits für diese etablierten Rücknahmefristen) nutzen zu dürfen. Unser Vorschlag mit dem Verweis auf § 98 Abs. 1b Sätze 1 bis 3 KAGB soll nun klarstellen, dass dies künftig zulässig ist.

2. Anteile an Sondervermögen in nicht-verbriefter Form

Wir begrüßen, dass der Regierungsentwurf für ein Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren (eWpG) nun auch Fondsanteilscheine berücksichtigt und damit auf das Urkundserfordernis nach § 95 Abs. 1 S. 1 KAGB verzichtet wird. Die Ermöglichung von elektronischen Fondsanteilscheinen ist ein richtiger Schritt im Sinne der Digitalisierung.

Noch nicht vorgesehen ist allerdings die Ausgabe von Krypto-Fondsanteilen auf der Blockchain bzw. einem auf Distributed-Ledger-Technologie (DLT) basierendem Netzwerk. Perspektivisch sollten sowohl elektronische als auch Krypto-Fondsanteile erlaubt werden, um die technologische Zukunftsfähigkeit des KAGB sicherzustellen. Insofern wäre es wünschenswert, wenn zumindest für einen Teilbereich (z.B. für Anteile an Spezialfonds) bereits jetzt die gesetzlichen Weichen gestellt werden, damit die Fondsindustrie in die Lage versetzt wird, in einem angemessenen Rahmen mit Krypto-Fondsanteilen Erfahrungen zu sammeln.



3. Erweiterung der Anlagekataloge von Publikums-AIF und Spezial-AIF um Kryptowerte

- Sonstigen Investmentvermögen: § 221 Abs. 1 KAGB sollte um Kryptowerte ergänzt werden, die einen bestimmten Wert (z.B. 20%) des Sonstigen Investmentvermögens jedoch nicht übersteigen.
- Geschlossene inländische Publikums-AIF: § 261 Abs. 1 KAGB sollte um Kryptowerte ergänzt werden, die einen bestimmten Wert (z.B. 30%) des Kapitals dieses AIF jedoch nicht übersteigen.
- Offenen inländischer Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen: § 284 Abs. 2 Nr. 2 KAGB sollte um Kryptowerte ergänzt werden, die einen bestimmten Wert (z.B. 20%) des Spezial-AIF jedoch nicht übersteigen.

Kryptowerte sind nach §1 Abs. 11 S. 3 KWG digitale Darstellungen eines Wertes, der von keiner Zentralbank oder öffentlichen Stelle emittiert wurde oder garantiert wird und nicht den gesetzlichen Status einer Währung oder von Geld besitzt, aber von natürlichen oder juristischen Personen aufgrund einer Vereinbarung oder tatsächlichen Übung als Tausch- oder Zahlungsmittel akzeptiert wird oder Anlagezwecken dient und der auf elektronischem Wege übertragen, gespeichert und gehandelt werden kann.

4. Branchenspezifische Besonderheiten von KVGs im Bankenkonzern

Wir schlagen vor, in § 25a Abs. 3 KWG folgenden Satz 4 anzufügen:

„(3) Die Absätze 1 und 2 gelten für Institutgruppen, Finanzholding-Gruppen und gemischte Finanzholding-Gruppen sowie Unterkonsolidierungsgruppen nach Artikel 22 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 mit der Maßgabe entsprechend, dass die Geschäftsleiter des übergeordneten oder zur Unterkonsolidierung verpflichteten Unternehmens für die ordnungsgemäße Geschäftsorganisation der Institutgruppe, Finanzholding-Gruppe, gemischten Finanzholding-Gruppe oder der Unterkonsolidierungsgruppe verantwortlich sind. Zu einer Gruppe im Sinne von Satz 1 gehören auch Tochterunternehmen eines übergeordneten Unternehmens oder nachgeordneten Tochterunternehmens einer Institutgruppe, Finanzholding-Gruppe oder gemischten Finanzholding-Gruppe, auf die weder die Verordnung (EU) Nr. 575/2013 noch § 1a zur Anwendung kommt. Die sich aus der Einbeziehung in das Risikomanagement auf Gruppenebene ergebenden Pflichten müssen von Tochterunternehmen der Gruppe mit Sitz in einem Drittstaat nur insoweit beachtet werden, als diese Pflichten nicht dem geltenden Recht im Herkunftsstaat des Tochterunternehmens entgegenstehen. **Tochterunternehmen, die selbst nicht in den Anwendungsbereich dieses Gesetzes fallen, erfüllen die branchenspezifischen Anforderungen auf Einzelbasis.**“

Begründung:

Die EU-Bankenregulierung hat mit der CRD-V-Novelle (Richtlinie [EU] 2019/878) die Anforderungen an die Gruppenkonsolidierung im Bankenkonzern neu strukturiert. Artikel 109(2) CRD V stellt nun ausdrücklich in einem Satz klar, dass für Tochterunternehmen, die selbst nicht dem Anwendungsbereich der CRD (und damit auch nicht dem KWG) unterliegen, ihre branchenspezifischen Anforderungen auf Einzelbasis erfüllen. Dies bedeutet beispielsweise für KVGs, die als Tochterunternehmen Teil eines Bankenkonzerns sind, dass diese auf Einzelebene die für sie jeweils geltenden besonderen Anforderungen des KAGB und nicht die des KWG und der CRD zu erfüllen haben. Dies stellt auch Erwägungsgrund 10 der CRD V klar, wonach die einschlägigen sektorspe-



zifischen Rechtsakte für Tochterunternehmen, die keine Institute sind und nicht auf Einzelbasis der CRD V unterliegen, Vorrang haben sollen.

Praktisch hat dies erhebliche Konsequenzen für die im Kapitel 2 Abschnitt II der CRD abweichend geregelten Vorgaben für Banken zu den internen Governance-Anforderungen wie beispielsweise die interne Unternehmensführung, die Zusammensetzung der Geschäftsleitung, die interne Risikoermittlung, die allesamt auf andere Geschäftsmodelle abzielen und den Vorgaben der AIFM- und OGAW-Richtlinie sogar widersprechen. Zudem hat die EBA in der Vergangenheit auf Basis der alten Vorgaben in Art. 109 CRD in einer Vielzahl von Leitlinien auch Fondsverwaltungsgesellschaften als Tochterunternehmen einer Bank verpflichtet, die Bankenregeln in der Gruppe einzuhalten, obwohl für diese abweichende branchenspezifische Regeln gelten (z. B. EBA-Leitlinien zur Auslagerung sowie zur Zuverlässigkeit der Geschäftsleiter und Vorstände). Diese Leitlinien sind inzwischen durch die gesetzliche Neuregelung in Art. 109(2) CRD V überholt. Da allerdings die BaFin die EBA-Leitlinien in ihrer Praxis umsetzt und anwendet (z. B. aktuell im Rahmen der MaRisk-Novelle für Banken), bedarf es aus unserer Sicht einer gesetzlichen Klarstellung im KWG. Bedauerlicherweise hat der Gesetzgeber im Rahmen des Risikoreduzierungsgesetzes unseren Vorschlag nicht aufgegriffen, im Sinne einer 1:1-Umsetzung der CRD-V-Vorgaben auch die Gruppenregelung in § 25a Abs. 3 KWG entsprechend zu modifizieren. Wir halten diese gesetzliche Anpassung im KWG aber für dringend erforderlich, um auch die branchenspezifischen Besonderheiten von KVGs in einer Bankengruppe deutlich zu machen.

5. Auslagerung: Ausgelagerte Fondsverwaltung als kollektive Portfolioverwaltung

§ 20 Abs. 2 Nr. 1 und Abs. 3 Nr. 2 KAGB sollte wie folgt gefasst werden:

„(2) Externe OGAW-Kapitalverwaltungsgesellschaften dürfen neben der kollektiven Vermögensverwaltung von OGAW folgende Dienstleistungen und Nebendienstleistungen erbringen:

1. die Verwaltung einzelner in Finanzinstrumenten im Sinne des § 1 Absatz 11 des Kreditwesengesetzes angelegter Vermögen für andere mit Entscheidungsspielraum **einschließlich der Portfolioverwaltung fremder Investmentvermögen** (Finanzportfolioverwaltung) [...],“

„(3) Externe AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften dürfen neben der kollektiven Vermögensverwaltung von AIF folgende Dienstleistungen und Nebendienstleistungen erbringen: [...]

2. die Verwaltung einzelner in Finanzinstrumenten im Sinne des § 1 Absatz 11 des Kreditwesengesetzes angelegter Vermögen für andere mit Entscheidungsspielraum **einschließlich der Portfolioverwaltung fremder Investmentvermögen** (Finanzportfolioverwaltung), [...],“

Begründung:

Um den Fondsstandort in Deutschland nachhaltig zu stärken und den Wettbewerbsnachteil gegenüber anderen EU-Ländern zu beseitigen, muss die ausgelagerte Fondsverwaltung durch Dritte (hier: eine andere KVG) als kollektive Vermögensverwaltung eingestuft werden, die ausschließlich dem Pflichtenkatalog der Fondsregulierung (KAGB, AIFM- und OGAW-Richtlinie) unterliegt. Damit wird unnötige Bürokratie abgebaut und eine doppelte Regulierungsbelastung beseitigt, ohne dass der Schutz der Anleger leidet.

Die Portfolioverwaltung unterliegt bisher zwei unterschiedlichen Regulierungssystemen: Für **kollektive** Anlagen sind die EU-Fondsrichtlinien (OGAW- und AIFM-Richtlinie) maßgeblich, die im



KAGB umgesetzt sind. Für die **individuelle** Finanzportfolioverwaltung gilt auf EU-Ebene die Finanzmarkttrichtlinie MiFID II, für die das WpHG den Pflichtenumfang festlegt. In Deutschland zugelassene KVGs als Verwalter fremder Fonds im Wege der Auslagerung müssen erst seit 2009, also zwei Jahre nach Einführung der MiFID, neben den Pflichten des KAGB zusätzlich noch die MiFID-Pflichten erfüllen. Dies schafft Standortnachteile und Wertungswidersprüche, die dringend wieder beseitigt werden müssen.

Praktische Relevanz: Die Auslagerung der Fondsverwaltung hat große Bedeutung für den deutschen Fondstandort. Um operationelle Effizienzen im und außerhalb des Konzerns zu heben, Kosten zu reduzieren und vor allem um Expertise in bestimmten Märkten, Sektoren oder Regionen zu nutzen, haben derzeit 22 Prozent der Publikumsfonds und 60 Prozent der Spezialfonds das Portfoliomanagement auf Dritte ausgelagert (jeweils gemessen am Fondsvermögen¹). Die Auslagerung des Portfoliomanagements von Fonds lassen die Fondsrichtlinien unter strengen Voraussetzungen ausdrücklich zu, was auch die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen KVGs verbessert hat. Mit der sog. Master-KVG hat sich seit 2002 ein neuer Geschäftszweig in Deutschland etabliert, der inzwischen 41%² des gesamten Fondsvermögens der Branche verwaltet. Aber auch bei den sog. Vollsortimenter-KVGs beträgt der Anteil, die heute Masterfonds anbieten, 52%³ des gesamten Spezialfondsvermögens in Deutschland (bzw. 75%⁴ des von diesen Gesellschaften verwalteten Spezialfondsvermögens).

Unterschiedliche Wettbewerbsbedingungen: Eine deutsche KVG als Auslagerungsunternehmen ist gegenüber ihren Konkurrenten in der EU, etwa Frankreich, Italien, Spanien, Österreich und Luxemburg benachteiligt. Diese Länder betrachten nach unserer Kenntnis die ausgelagerte Fondsverwaltung als Fall der kollektiven Portfolioverwaltung. Lagert eine KVG daher die Fondsverwaltung auf ein Unternehmen in Frankreich aus, muss dieses gegenüber der KVG nur die aus dem kollektiven Fondsvertrag übertragenen Pflichten der AIFM- oder OGAW-Richtlinie einhalten. Ein deutsches Auslagerungsunternehmen (eine andere KVG) ist hingegen gezwungen, daneben auch noch die MiFID-Pflichten zu beachten.

Überbordende MiFID-Pflichten: Die zusätzliche Anwendung der MiFID-Regeln führt für die deutschen Auslagerungsunternehmen bei der Verwaltung fremder Fonds dazu, dass diese umfangreiche Prozesse aufsetzen müssen, die zu einem erheblichen administrativen und Kostenaufwand führen, ohne dass diese das Schutzniveau der Anleger der Fonds verändern. Im Einzelnen:

- **Kundenklassifizierung:** Das deutsche Auslagerungsunternehmen muss die auslagernde KVG als professionellen Kunden im Sinne der MiFID klassifizieren und damit das Schutzniveau der KVG als Kunden nach der MiFID bestimmen. Diese zwingende Einstufung ist selten, da die KVG das Auslagerungsunternehmen selbst nach strikten Vorgaben der AIFM- bzw. OGAW-Richtlinie ausgewählt hat und dieses nach dem KAGB überwachen muss.
- **Geeignetheitstest:** Das deutsche Auslagerungsunternehmen ist nach der MiFID verpflichtet, Informationen über die Erfahrungen des Kunden einzuholen, ob die angebotene Dienstleistung seiner finanziellen Situation und seinen Anlagezielen sowie Risikotoleranzgrenzen ent-

¹ Stand per 31.07.2020: 114 Mrd. € von 521 Mrd. € bei Publikumsfonds und 1.101 Mrd. € von 1.832 Mrd. € bei Spezialfonds

² Stand per 31.07.2020: 961 Mrd. € von 2.353 Mrd. €

³ Stand per 31.07.2020: 941 Mrd. € von 1.832 Mrd. €

⁴ Stand per 31.07.2020: 650 Mrd. € von 867 Mrd. €



spricht und demnach für ihn geeignet ist. Dies ist weder angemessen noch notwendig: Das Auslagerungsunternehmen ist bereits aufgrund des Auslagerungsvertrages in seiner treuhänderischen Rolle verpflichtet, in Übereinstimmung mit den Anlagezielen und -richtlinien zu handeln, die die auslagernde KVG für den Fonds mit einem bestimmten Risiko-/Renditeniveau festgelegt hat.

- **Umschichtung von Investitionen:** Das deutsche Auslagerungsunternehmen muss nach der MiFID bei der Finanzportfolioverwaltung nachweisen können, dass die Vorteile einer Umschichtung im Portfolio größer sind als die Kosten. Dies behindert das aktive Portfoliomanagement, weil das Auslagerungsunternehmen erst einen Nachweis des erwarteten Nutzens neuer Investitionen erbringen muss, obwohl es von der KVG genau dazu beauftragt ist, solche Investitionen im Einklang mit den im Auslagerungsvertrag festgelegten Anlagezielen und -richtlinien zu tätigen.
- **Informationspflichten:** Die MiFID verlangt von den Portfolioverwaltern umfassende Informationen über die Risiken der Dienstleistungen und Finanzinstrumente, einschließlich des Risikos, die gesamten Anlagen zu verlieren. Diese Art von Informationen muss das deutsche Auslagerungsunternehmen der auslagernden KVG als Kunden zur Verfügung stellen. Dies führt zu der irrwitzigen Situation, dass die auslagernde KVG Informationen über Risiken und Instrumente erhält, die sie selbst in den Anlagebedingungen des Fonds festgelegt hat und für die sie verantwortlich ist.

Künftige Belastungen der deutschen Fondswirtschaft bereits heute erkennbar: Auf EU-Ebene sind Regelungsentwürfe in der Abstimmung, mit der sich die aktuelle Einstufung der Fremdfondsverwaltung als MiFID-Dienstleistung auf weitere Bereiche in unangemessener Art und Weise erstrecken wird und damit den Fondsstandort Deutschland weiter schädigt:

- **EU-Offenlegungsverordnung (SFDR):** Die SFDR stuft Finanzportfolien als Finanzprodukte ein und begründet hierfür besondere ESG-Transparenzpflichten. Lagert daher eine KVG die Verwaltung eines nachhaltigen Fonds an eine andere KVG aus, würden formal zwei nachhaltige Produkte im Sinne der SFDR vorliegen: Der nachhaltige Fonds und ein nachhaltiges Finanzportfolio. Im Ergebnis würden beide KVGs zur Offenlegung bzw. Veröffentlichung von Informationen über dasselbe Portfolio verpflichtet sein, obwohl die KVG als Auslagerungsunternehmen die Finanzportfolioverwaltung nach den Weisungen der auslagernden KVG und den Anlagebedingungen des Fonds ausführt. Die auslagernde KVG selbst benötigt keine dieser ESG-Informationen des Auslagerungsunternehmens, da sie die Kriterien hierfür selbst im Auslagerungsvertrag bestimmt.
- **ESMA-Konsultation zur Überarbeitung des MiFIR-Transaktionsmeldewesen:** Seit Anfang 2018 gelten infolge der MiFID/MiFIR verschärfte Pflichten zur Meldung der Wertpapiergeschäfte aus der Finanzportfolioverwaltung (z. B. Aktien/Renten) an die Aufsichtsbehörden. Diese beziehen sich auf individuelle Portfolios und sind bislang auf Finanzportfolioverwalter im Sinne der MiFID beschränkt. In einem aktuellen Konsultationspapier schlägt die ESMA vor, dass auch OGAW-/AIF-Verwaltungsgesellschaften (KVGs), die MiFID-Nebendienstleistungen erbringen, zukünftig diesen MiFIR-Meldepflichten unterliegen sollen. Damit müssten künftig auch KVGs, die fremde Fonds verwalten, diese Meldepflichten erfüllen. Diese Meldungen lie-



fern für die Aufsicht jedoch keinen Mehrwert, weil die fondsaufliegende und auslagernde KVG bereits selbst umfangreiche Meldungen für den Fonds an die Aufsichtsbehörden liefern muss.

6. Änderungen immobilienrechtlicher Vorschriften

a) § 234 Satz 1 Nr. 6 KAGB:

§ 234 Satz 1 Nr. 6 sollte wie folgt gefasst werden:

- „6. die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft unmittelbar oder mittelbar mit 100 Prozent des Kapitals und der Stimmrechte daran beteiligt ist. Die unmittelbare oder mittelbare Beteiligung der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft an einer Immobilien-Gesellschaft, die diese Voraussetzungen nicht erfüllt (Joint Venture), ist nur zulässig, sofern diese Immobilien-Gesellschaft ihrerseits mit 100 Prozent des Kapitals und der Stimmrechte an allen unmittelbar oder mittelbar von ihr gehaltenen Immobilien-Gesellschaften beteiligt ist.“

Begründung:

Derzeit ist eine Beteiligung einer KVG an einer Immobilien-Gesellschaft gemeinsam mit einem oder mehreren anderen Gesellschaftern („Joint Venture“) nach § 234 Satz 1 Nr. 6 KAGB nur auf der ersten Beteiligungsebene, also als direkte Beteiligung der KVG für Rechnung des Sondervermögens zulässig, während das Joint Venture seinerseits, jedenfalls bei einer Immobilien-Gesellschaft mit Sitz im Ausland, die Immobilie über eine beliebig lange Kette von 100-Prozent-Beteiligungen halten muss.

Ziel der vorgeschlagenen Neuregelung ist die Zulassung der Beteiligung an einem (aber auch nur einem) Joint Venture auf beliebiger Beteiligungsebene, nicht wie derzeit nur auf der ersten Beteiligungsebene, sofern die KVG mittelbar oder unmittelbar 100 Prozent des Kapitals und der Stimmrechte an der unmittelbar an dem Joint Venture beteiligten Immobilien-Gesellschaft hält und das Joint Venture, sofern es seinerseits weitere Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften hält, wiederum mit 100 Prozent des Kapitals und der Stimmrechte an diesen Immobilien-Gesellschaften beteiligt ist. Auch nach der Neuregelung wäre mithin, wie schon de lege lata, nur ein einziges Joint Venture innerhalb derselben Beteiligungskette zulässig, anders als bisher jedoch unabhängig von der Beteiligungsebene.

Laut Gesetzesbegründung zu § 68 Abs. 3 Satz 1 Nr. 3 Investmentgesetz (BT-Drucksache. 16/6874, S. 117) sollte mit Einführung der Norm die hundertprozentige Beteiligung an Immobilien-Gesellschaften dem Direkterwerb von Immobilien gleichgestellt werden, da bei hundertprozentigen Beteiligungen die KVG ausreichend Einflussmöglichkeiten besitze, um bspw. die von der Immobilien-Gesellschaft gehaltene Immobilie zu veräußern. Ausschlaggebend ist demnach, ob die KVG ausreichend Einflussmöglichkeiten über die von ihr gehaltenen Immobilien-Gesellschaften besitzt. Ist dies der Fall, kommt es nach geltendem Recht auf die Zahl der Beteiligungsebenen, jedenfalls bei einer Immobilien-Gesellschaft mit Sitz im Ausland (s.u.), nicht an.

Indes sind keine Gründe ersichtlich, warum hundertprozentige Beteiligungen in der Beteiligungskette unterhalb des Joint Ventures unbeachtlich sein sollen (so die derzeitige Regelung nach § 234 Abs. 1 Nr. 6 KAGB), in der Beteiligungskette oberhalb des Joint Ventures aber



nicht. Solange die KVG die alleinige Steuerungsmacht und damit ausreichend Einflussmöglichkeiten besitzt (d.h. hier frei in der Ausübung ihrer mittelbaren Gesellschafterrechte im Joint Venture ist), kann es, wie unterhalb des Joint Ventures auch, nicht darauf ankommen, ob diese Steuerungsmacht durch direkte oder indirekte hundertprozentige Beteiligungen vermittelt wird. Die Einflussmöglichkeiten der KVG sind in beiden Fällen dieselben.

Die vorgeschlagene Neuregelung des § 234 Satz 1 Nr. 6 KAGB liegt auch im Anlegerinteresse, denn sie eröffnet der KVG eine im Markt typische Joint Venture-Struktur: Das Halten einer Joint Venture-Beteiligung durch eine von der KVG zu 100 Prozent gehaltene Zweckgesellschaft. Eine solche nach der Neuregelung zulässige indirekte Joint Venture-Struktur eröffnet der KVG zudem eine weitere Option beim Verkauf ihrer Beteiligung. Während nach geltender Rechtslage die KVG nur ihre Anteile an dem Joint Venture selbst veräußern kann, erlaubt die vorgeschlagene Neufassung im Falle des Abverkaufs, 100 Prozent der Anteile der KVG an der die Beteiligung am Joint Venture haltenden Zweckgesellschaft zu veräußern, was regelmäßig leichter ist als eine Veräußerung der Anteile am Joint Venture selbst. Denn letzteres würde eine Umgestaltung des Joint Venture-Verhältnisses mit sich bringen, während beim Verkauf der Zweckgesellschaft das Joint Venture unverändert bestehen bleibt. Typischerweise findet man im Markt daher vielfach mittelbare Joint Venture-Strukturen. Die vorgeschlagene Neuregelung würde somit einerseits der KVG (weitere) Joint Venture-Akquisitionen ermöglichen, die ihr derzeit nicht möglich sind, und zugleich die Fungibilität ihrer Beteiligung im Falle des Exits erhöhen.

Ausdrücklich nicht befürwortet wird die Möglichkeit, mehrere Joint Ventures in einer Beteiligungskette zu halten. Zwar hätte, jedenfalls soweit es sich dabei um Mehrheitsbeteiligungen i. S. d. § 234 Satz 1 Nr. 4 KAGB handelt, die KVG auch weiterhin die Kontrolle über die wesentlichen Angelegenheiten der Joint Ventures. Mit jeder zusätzlichen Joint-Venture-Beteiligung in der Beteiligungskette würde sich aber auch der Verlust von Einflussmöglichkeiten der KVG vertiefen. Zum einen, weil in diesem Falle die Ausübung der quotallimitierten Stimmrechte in der jeweiligen Untergesellschaft (Joint Venture) nur noch durch die regelmäßig nicht von der KVG allein kontrollierte Geschäftsführung der Obergesellschaft (Joint Venture) erfolgt. Zum anderen, weil bei der Stimmrechtsausübung sowohl in der Ober- als auch in der Untergesellschaft die Belange des jeweiligen Minderheitsgesellschafters berücksichtigt werden müssen. Beide Effekte bewirken, dass sich der Kontrollverlust durch die Beteiligungskette hindurch potenziert.

Anders als die derzeitige Fassung des § 234 Satz 1 Nr. 6 Halbsatz 2 KAGB stellt die vorgeschlagene Neuregelung auf die Beteiligungen der KVG für Rechnung des Immobilien-Sondervermögens selbst ab und nicht auf die Beteiligungen der Immobilien-Gesellschaft. Dadurch wird deutlich, dass auf allen weiteren Beteiligungsebenen in der Beteiligungskette ober- und unterhalb des Joint-Ventures eine unmittelbare oder mittelbare hundertprozentige Beteiligung der KVG selbst vorliegen muss.

Ein sachlicher Grund für die Beschränkung der Zulässigkeit mittelbarer Beteiligungen auf Immobilien-Gesellschaften mit Sitz im Ausland gemäß der derzeitigen Fassung des § 234 Satz 1 Nr. 6 Halbsatz 2 KAGB ist nicht ersichtlich und benachteiligt demgemäß eine deutsche KVG gegenüber anderen Investorengruppen in der Strukturierung ihrer Investments (vgl. statt vieler nur Brockhausen in: Frankfurter Kommentar zum KAGB; § 234 KAGB Rn. 36 m. w. N.)

Dies gilt nicht nur in Bezug auf die ohnehin fragwürdige Anknüpfung an den Sitz der Gesellschaft (statt auf die Belegenheit der Immobilie), sondern generell. Ausweislich der Gesetzesbegründung sollte mit der Zulassung mittelbarer Auslandsbeteiligungen praktischen Bedürfnissen Rechnung getragen werden, da häufig der Erwerb von ausländischen Immobilien nur über Immobilien-Gesellschaften möglich ist (BT-Drucksache 16/6874, S. 117). Mittelbare Beteiligungsstrukturen sind allerdings, nicht nur im Bereich von Joint Ventures, im In- und Ausland gleichermaßen anzutreffen. Zudem ist es denkbar, dass auch eine inländische Gesellschaft eine ausländische Immobilie hält. Das Verbot mittelbarer Inlandsbeteiligungen führt insofern zu einer sachlich nicht zu rechtfertigenden Einschränkung der Erwerbbarkeit bzw. Strukturierung eines Erwerbs durch die KVG wie auch der Fungibilität von Beteiligungen sowohl im Inland als auch im Ausland. Dies liegt nicht im Anlegerinteresse. Auch ist mit mittelbaren Inlandsbeteiligungen für den Anleger kein höheres Risiko verbunden als mit mittelbaren Auslandsbeteiligungen.

Sollte die derzeitige Regelung des § 234 Satz 1 Nr. 6 Halbsatz 2 KAGB – entgegen dem hier vorgelegten Vorschlag – bestehen bleiben, wäre sie im Kontext des Vorschlags zu vorstehendem Petitem jedenfalls insoweit anzupassen, als sie sich zukünftig auf „Beteiligungen dritter und höherer Stufe“ statt auf „mittelbare Beteiligungen“ beziehen müsste. Ansonsten würde die Neuregelung zu vorstehendem Petitem dem Wortlaut nach ansonsten zukünftig dazu führen, dass im Rahmen des § 234 Satz 1 Nr. 6 Halbsatz 2 KAGB auf eine mittelbare Beteiligung „der KVG“ und nicht mehr wie bislang auf eine mittelbare Beteiligung „der Immobilien-Gesellschaft“ abgestellt würde.

Zur weiteren Erläuterung verweisen wir auf das beigegefügte Schaubild zu Beteiligungsstrukturen nach geltendem und nach zukünftigem Recht (Anhang 1).

b) § 237 Abs. 6 KAGB sollte gestrichen werden.

§ 237 Abs. 6 KAGB bestimmt, dass Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften nur für einen oder mehrere Publikumsfonds oder für einen oder mehrere Spezial-AIF, nicht jedoch gleichzeitig für Publikums- und Spezial-AIF gehalten werden dürfen. Dies stellt eine Einschränkung der Investitionsmöglichkeiten von Publikumsfonds und Spezial-AIF an derselben Immobilien-gesellschaft dar, weil nicht erkennbar ist, welchem Zweck diese Einschränkung dienen soll. Besondere Interessenkonflikte sind auch in dieser Konstellation nicht denkbar, Die unterschiedliche Behandlung der beiden Sachverhalte ist daher nicht nachvollziehbar.

c) § 240 Absatz 1 und Absatz 2 Nummer 3 KAGB sollten wie folgt gefasst werden:

„(1) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft darf einer Immobilien-Gesellschaft, **unabhängig davon, ob diese selbst unmittelbar oder nur mittelbar über die Beteiligung an einer anderen Immobilien-Gesellschaft Grundstücke hält**, für Rechnung des Immobilien-Sondervermögens ein Darlehen nur gewähren, wenn

1. sie an der Immobilien-Gesellschaft für Rechnung des Immobilien-Sondervermögens unmittelbar oder mittelbar beteiligt ist,
2. die Darlehensbedingungen marktgerecht sind,
3. das Darlehen ausreichend besichert ist, und
4. bei einer Veräußerung der Beteiligung das Darlehen innerhalb von sechs Monaten nach der Veräußerung zurückzuzahlen ist.

(2) Die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft hat sicherzustellen, dass



1. die Summe der Darlehen, die einer Immobilien-Gesellschaft für Rechnung des Immobilien-Sondervermögens insgesamt gewährt werden, 50 Prozent des Wertes von der Immobilien-Gesellschaft gehaltenen Grundstücke nicht übersteigt, ~~und~~
2. die Summe der Darlehen, die den Immobilien-Gesellschaften insgesamt für Rechnung des Immobilien-Sondervermögens gewährt werden, 25 Prozent des Wertes des Immobilien-Sondervermögens nicht übersteigt; bei der Berechnung der Grenze sind die aufgenommenen Darlehen nicht abzuziehen, ~~und~~
- 3. die Summe der Darlehen, die für Rechnung des Immobilien-Sondervermögens einer Immobilien-Gesellschaft und allen anderen Immobilien-Gesellschaften, an denen diese Immobilien-Gesellschaft (unmittelbar oder mittelbar) innerhalb derselben Beteiligungskette beteiligt ist, insgesamt gewährt werden, 50 Prozent des Wertes aller von der darlehensnehmenden Immobilien-Gesellschaft (unmittelbar oder mittels ihrer jeweiligen Beteiligungen) gehaltenen Grundstücke nicht übersteigt.**

(Zu den neuen Sätzen 2 und 3 von § 240 Abs. 2 siehe hierzu unseren Formulierungsvorschlag in Anlage 1 zu unserer Stellungnahme.)

Begründung:

Die vorgeschlagene Ergänzung in Abs. 1 und die neue Nummer 3 in Absatz 2 sollen in mehrstöckigen Strukturen die Vergabe von Gesellschafterdarlehen an Immobilien-Gesellschaften gestatten, die zwar selbst keine Grundstücke halten, aber an einer oder mehreren Immobilien-Gesellschaften beteiligt sind, die ihrerseits Grundstücke halten.

Die Formulierung in Absatz 2 Satz 3 stellt sicher, dass keine Gesellschafterdarlehen an Immobilien-Gesellschaften vergeben werden dürfen, die zu keinem Zeitpunkt unmittelbar oder mittelbar ein Grundstück halten. Denn aufgrund der Anknüpfung der hier vorgeschlagenen Grenzwertregelung an den Wert der mittels Beteiligungen gehaltenen Grundstücke läge der Grenzwert in diesem Fall bei null. Zugleich stellt der Formulierungsvorschlag sicher, dass der Grenzwert von 50% des Grundstückswerts innerhalb einer Beteiligungskette nicht mehrfach ausgeschöpft werden kann, da für Zwecke der Grenzwertberechnung auf die Summe sämtlicher Gesellschafterdarlehen innerhalb derselben Beteiligungskette abgestellt wird. Zum Zweck der Klarstellung wird darüber hinaus in Absatz 1 Satz 1 ausdrücklich geregelt, dass auch Darlehen an reine Holding-Gesellschaften gewährt werden dürfen.

Im Einzelnen:

Der Erwerb von Objekten und Beteiligungen mittels Holding-Strukturen erfordert regelmäßig eine Kapitalausstattung auf der Ebene der als Holding fungierenden Immobilien-Gesellschaft („Holding-Gesellschaft“). Dies wird insbesondere in zwei Konstellationen erforderlichlich:

- Die Holding-Gesellschaft (und nicht die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft („KVG“) für Rechnung des Immobilien-Sondervermögens) tritt als Käuferin auf und muss mit Kapital ausgestattet werden, um den Kaufpreis für die zu erwerbenden Anteile an der (das Grundstück haltenden) Immobilien-Gesellschaft zu bezahlen.
- Die KVG erwirbt für Rechnung des Immobilien-Sondervermögens die Anteile an der Holding-Gesellschaft, die ihrerseits bereits die Anteile an der (das Grundstück haltenden) Immobilien-Gesellschaft hält. Im Rahmen des Vollzugs des Anteilskaufvertrags muss dann nicht selten ein von der Holding-Gesellschaft zuvor aufgenommenes Darlehen abge-



löst werden, was ebenfalls eine (Ersatz-) Kapitalausstattung der Holding-Gesellschaft nötig macht.

In den oben dargestellten Szenarien kann eine Kapitalausstattung der Holding-Gesellschaft durch die KVG bislang nur durch Eigenkapitalzuführung erfolgen, da die Vergabe von Gesellschafterdarlehen an Holding-Gesellschaften nach Auffassung der BaFin nicht zulässig ist (Schreiben vom 04.06.2008; GZ: WA 42). Hierzu sieht sich die BaFin wegen der Gesetzesbegründung zu § 69 Investmentgesetz veranlasst (BT-Drucks. 16/6874, S. 117: „Nach § 69 Abs. 1 Satz 2 dürfen Darlehen jedoch nur an solche Immobilien-Gesellschaften vergeben werden, die selbst Grundstücke halten.“). Der Wortlaut der Vorschrift ist allerdings nicht klar in seiner Aussage, ob Darlehen nur an reine Immobilien-Gesellschaften vergeben werden dürfen. Orientiert man sich am Sinn und Zweck der Vorschrift, der es einer KVG erlauben soll, steuerlich effiziente Holding-Strukturen zu nutzen, ist kein Grund ersichtlich, warum Gesellschafterdarlehen nicht auch reinen Holding-Gesellschaften gewährt werden dürfen. Zu beachten ist hierbei auch, dass in der Zwischenzeit an mehreren Stellen des KAGB Möglichkeiten zur Vergabe von Gesellschafterdarlehen vorgesehen wurden, die unabhängig davon bestehen, ob der Darlehensnehmer eine Holdinggesellschaft oder eine sonstige Vermögensgegenstände haltende Gesellschaft ist (z.B. § 285 Abs. 3 KAGB und § 261 Abs. 1 Nr. 8 KAGB für geschlossene AIF und § 284 Abs. 5 KAGB für offene Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen).

Ein gesetzgeberischer Wille zur Beschränkung von Darlehensvergaben an Holding-Gesellschaften wäre nur dann nachvollziehbar, wenn eine Holding-Gesellschaft nicht einmal mittelbar (d.h. über eine gesellschaftsrechtliche Beteiligung) ein Grundstück hält. Hält die Holding-Gesellschaft hingegen zumindest mittelbar über eine andere Immobilien-Gesellschaft ein Grundstück, ist kein sachlicher Grund ersichtlich, ein Gesellschafterdarlehen an eine Holding-Gesellschaft zu verbieten. Insbesondere sprechen keine Anlegerschutzgesichtspunkte für ein solches Verbot. Vielmehr hätte die Gewährung von Gesellschafterdarlehen an Holding-Gesellschaften in einigen Ländern rechtliche und wirtschaftliche Vorteile für den Anleger und würde eine aktuell bestehende Benachteiligung der Anleger deutscher Immobilien-Sondervermögen gegenüber anderen Immobilieninvestoren beseitigen.

Denn die aktuell nur in Form von Eigenkapitalzuführung mögliche Kapitalausstattung von Holding-Gesellschaften erfordert in einigen Ländern (z.B. in Polen) zumindest eine teilweise Erhöhung des Haftkapitals und damit des Haftungs- und Ausfallrisikos für die Anleger. Eine Rückführung des anfänglich eingesetzten Eigenkapitals (im Falle eines Verkaufs oder bei einer späteren Neuaufnahme einer Finanzierung) erfordert zudem häufig aufwendige und mit Wartezeiten verbundene Kapitalherabsetzungen (so ebenfalls z.B. in Polen). Könnte die KVG anstelle der Eigenkapitalzuführung hingegen auch Gesellschafterdarlehen an Holding-Gesellschaften gewähren, die mittelbar Grundstücke halten, so könnten durch die fortlaufenden Zinszahlungen und ggfs. sukzessive Darlehensrückzahlungen regelmäßig Gelder unmittelbar an das Sondervermögen fließen und damit entsprechend dem gesetzgeberischen Telos des § 241 KAGB viel früher der direkten Kontrolle durch die Verwahrstelle unterstellt werden.

Zwar bietet ein Gesellschafterdarlehen an eine Holding-Gesellschaft aus steuerlicher Sicht in vielen Fällen keine echten Vorteile, da die steuerliche Abzugsfähigkeit der Zinsen auf Ebene der Holding-Gesellschaft in der Regel nicht gegeben sein wird (eine Zinsabzugsfähigkeit wird



in der Regel nur bei derjenigen Gesellschaft gegeben sein, die selbst die Immobilie hält, also gerade nicht bei einer Holding-Gesellschaft, die lediglich Anteile an der die Immobilie haltenden Gesellschaft hält). Die vorstehenden rechtlichen und praktischen Gesichtspunkte sprechen allerdings dennoch für die Ermöglichung solcher Gesellschafterdarlehen. Es ermöglicht der KVG zudem insbesondere in Joint-Venture-Konstellationen die erforderliche Flexibilität, auch etwaigen nachvollziehbaren Interessen der Joint-Venture-Partner bei der (gemeinsamen) Ankaufsstrukturierung Rechnung zu tragen bzw. überhaupt eine den Interessen aller Joint-Venture-Partner Rechnung tragende gemeinsame Ankaufs- und Finanzierungsstrukturierung zu finden. Als Beispiel sei hier nur der Fall genannt, dass es für einen Joint-Venture-Partner notwendig wird, eine Immobilie mittels einer mehrstöckigen Beteiligungsstruktur zu erwerben und bereits auf der Ebene der als Holding fungierenden Joint-Venture-Gesellschaft (paritätische) Gesellschafterdarlehen zu begeben.

Unser Vorschlag würde der KVG somit eine rechtlich und wirtschaftlich sinnvolle Flexibilität in Bezug auf die Kapitalausstattung einer Holding-Gesellschaft geben und damit mittelbar auch die Wettbewerbsfähigkeit von Immobilien-Sondervermögen erhöhen. Gleichzeitig beschränkt der Vorschlag die Gesellschafterdarlehen der KVG für Rechnung eines Immobilien-Sondervermögens konsequent auf 50% des Wertes der so finanzierten Grundstücke.

Unserem Vorschlag liegen folgende Überlegungen zugrunde:

- Durch eine Gesetzesänderung darf nicht die Möglichkeit entstehen, den Grenzwert von 50% des Grundstückswerts durch den Einsatz einer Beteiligungskette mehrfach (d.h. auf jeder Beteiligungsstufe einmal) auszunutzen. Dem wird dadurch Rechnung getragen, dass für die Berechnung des Grenzwerts auf die Summe aller durch die KVG innerhalb einer bestimmten Beteiligungskette gewährten Gesellschafterdarlehen und nicht – wie in § 240 Abs. 2 Nr. 1 KAGB – nur auf die der zu finanzierenden Holding-Gesellschaft gewährten Darlehen abgestellt wird.

Denn würde man allein auf die der Holding-Gesellschaft gewährten Gesellschafterdarlehen abstellen, wäre eine mehrfache Ausnutzung des Grenzwerts auf jeder einzelnen Beteiligungsstufe dadurch möglich, dass die KVG sowohl der Holding-Gesellschaft als auch der die Immobilie haltenden Immobilien-Gesellschaft ein Gesellschafterdarlehen zur Verfügung stellt. (vgl. hierzu näher Anhang 2 Schaubild 1). Daher schlagen wir bewusst nicht die schlichte Einfügung der Wörter „unmittelbar oder mittelbar“ in § 240 Abs. 2 Nr. 1 KAGB der Regelung (vor dem Wort „gehaltenen“) vor, die u.E. eine mehrfache Ausnutzung ermöglicht hätte. Auch durch eine Hinzufügung der Wörter „bzw. Beteiligungen“ in Nr. 1 (hinter dem Wort „Grundstücke“) wäre bei mehrstöckigen Strukturen eine über den aktuellen Grenzwert hinausgehende Vergabe von Gesellschafterdarlehen möglich geworden.

Um dem vorzubeugen, wird mit der vorgeschlagenen Formulierung für die Ermittlung der zulässigen Darlehenshöhe (i) auf den Wert aller mittels Beteiligungen der Holding-Gesellschaft gehaltenen Grundstücke abgestellt und (ii) eine Gesamtschau aller (von der KVG gewährten) Gesellschafterdarlehen innerhalb derselben Beteiligungskette vorgesehen. Durch diese Gesamtschau wird der Darlehensgrenzwert bzgl. der Holding-Gesellschaft



automatisch um den Betrag aller Darlehen gemindert, die die KVG den von der Holding-Gesellschaft in der Beteiligungskette gehaltenen Immobilien-Gesellschaften gewährt.

- Gleichzeitig wird im Rahmen der hier vorgeschlagenen Gesamtschau aller von der KVG gewährten Gesellschafterdarlehen innerhalb derselben Beteiligungskette sichergestellt, dass von der (durch die KVG per Gesellschafterdarlehen finanzierten) Holding-Gesellschaft gewährten Gesellschafterdarlehen an Immobilien-Gesellschaften, an denen sie selbst beteiligt ist, bei der Grenzwertberechnung nicht berücksichtigt werden. Denn durch solche Gesellschafterdarlehen zwischen Holding- und Immobilien-Gesellschaften bzw. zwischen den Immobilien-Gesellschaften einer Beteiligungskette untereinander wird von der Holding-Gesellschaft lediglich Kapital weitergereicht, das dieser in Form eines Gesellschafterdarlehens von der KVG zur Verfügung gestellt wurde oder das der Holding-Gesellschaft in Form von (ggf. selbst erwirtschaftetem) Eigenkapital zur Verfügung steht. Würde man dies in der Gesamtschau berücksichtigen, würde es zu einer doppelten und damit ungerechtfertigten Berücksichtigung derselben Beträge kommen (Beispiel: Gibt die KVG der Holding-Gesellschaft ein Gesellschafter-Darlehen i. H. v. 50 Mio. EUR und nutzt diese das so erhaltene Kapital für die Vergabe eines Gesellschafterdarlehens an die von ihr gehaltene Immobilien-Gesellschaft, so kann dies vernünftigerweise nicht dazu führen, dass für die Grenzwertprüfung ein Darlehensbetrag von 100 Mio. EUR anzusetzen ist. Denn das Sondervermögen hat in diesem Fall lediglich 50 Mio. EUR aufgewendet.) Dem wird dadurch Rechnung getragen, dass sich § 240 Abs. 2 Nr. 3 KAGB nach unserem Vorschlag ausschließlich auf „Darlehen, die für Rechnung des Immobilien-Sondervermögens einer Immobilien-Gesellschaft und allen anderen Immobilien-Gesellschaften, an denen diese Immobilien-Gesellschaft (unmittelbar oder mittelbar) innerhalb derselben Beteiligungskette beteiligt ist, insgesamt gewährt werden“ bezieht (Anhang 2 Schaubild 2), nicht dagegen auf von der Holding-Gesellschaft an eine von ihr gehaltene Immobilien-Gesellschaft gewährte Darlehen (zu Beschränkungen in Bezug auf Darlehen von Holding-Gesellschaften an Immobilien-Gesellschaften siehe den letzten Spiegel punkt).
- Ferner wird durch die Formulierung des § 240 Abs. 2 Nr. 3 KAGB n. F. sichergestellt, dass eine Gesamtschau lediglich auf die finanzierte Holding-Gesellschaft sowie alle ihre Beteiligungen innerhalb derselben Beteiligungskette abstellt, nicht aber die Ebene der Gesellschafter der finanzierten Holding-Gesellschaft oder einer anderen (weiteren) Beteiligungskette der Holding-Gesellschaft in die Berechnung des Grenzwerts einbezogen wird. Denn andernfalls könnten Grundstücke auf Ebene der Gesellschafter der finanzierten Holding-Gesellschaft oder mittels einer anderen (weiteren) Beteiligungskette der Holding-Gesellschaft gehaltenen Grundstücke in unsachgemäßer Weise den Grenzwert für Darlehen an die Holding-Gesellschaft erhöhen (Anhang 2 Schaubild 3).
- Dass die Gesamtschau nur auf die Beteiligungen der finanzierten Holding-Gesellschaft innerhalb derselben Beteiligungskette abstellt, erreicht der o.g. Gesetzesvorschlag auf zweifache Weise (Anhang 2 Schaubild 4):
 - Durch die Formulierung „allen anderen Immobilien-Gesellschaften, an denen diese Immobilien-Gesellschaft (unmittelbar oder mittelbar) beteiligt ist“ werden ausdrücklich nur die Beteiligungen (innerhalb derselben Beteiligungskette) der finanzierten Holding-Gesellschaft in die Gesamtschau aller gewährten Darlehen, nicht aber die Betei-



- ligungsstufe(n) auf Ebene der Gesellschafter der finanzierten Holding-Gesellschaft oder mittels einer anderen (weiteren) Beteiligungskette der Holding-Gesellschaft einbezogen.
- Durch das Abstellen auf die „von der darlehensnehmenden Immobilien-Gesellschaft unmittelbar oder mittels ihrer jeweiligen Beteiligungen gehaltenen Grundstücke“ wird ausdrücklich nur dasjenige Grundstücksvermögen in die Grenzwertberechnung einbezogen, das die jeweils finanzierte Holding-Gesellschaft entweder selbst oder mittels ihrer Beteiligungen innerhalb der relevanten Beteiligungskette hält.
 - Schließlich ist auch sichergestellt, dass eine Holding-Gesellschaft nicht über den Grenzwert des § 240 Abs. 2 KAGB hinaus das gesamte ihr von der KVG zur Verfügung gestellte Darlehen nur an eine von mehreren von ihr gehaltenen Immobilien-Gesellschaften weitergeben darf. Denn eine Immobilien-Gesellschaft darf mangels anderweitiger Regelung im KAGB Gesellschafterdarlehen an Immobilien-Gesellschaften, an denen sie beteiligt ist, auch heute allenfalls insoweit vergeben, als die KVG hierzu selbst berechtigt wäre. Sie muss folglich bei der Darlehensvergabe weiterhin den Grenzwert gem. § 240 Abs. 2 KAGB in Bezug auf die jeweils darlehensnehmende Immobilien-Gesellschaft einhalten. Hat die darlehensnehmende Holding-Gesellschaft (bzw. im Falle einer Anwendung der neuen Nr. 3 die Immobilien-Gesellschaften, an denen sie beteiligt ist) bereits Darlehen von der KVG erhalten, sind diese ebenfalls unter Anrechnung auf den Grenzwert nach § 240 Abs. 2 KAGB zu berücksichtigen.
- d) § 244 KAGB sollte wie folgt gefasst werden:

„§ 244

Anlaufzeit

Die Anlagegrenzen in den §§ 231 bis 238, **240 Abs. 2 Nr. 2** und 243 sowie § 253 Abs.1 Satz 1 gelten für das Immobilien-Sondervermögen einer AIF-Kapitalanlagegesellschaft erst, wenn seit dem Zeitpunkt der Bildung dieses Sondervermögens eine Frist von vier Jahren verstrichen ist.“

Begründung:

§ 240 Abs. 2 Nr. 2 KAGB sieht vor, dass die Summe der Darlehen, die den Immobilien-Gesellschaften insgesamt für Rechnung des Immobilien-Sondervermögens gewährt werden, 25% des Wertes des Immobilien-Sondervermögens nicht überschreiten darf. Diese Darlehensgrenze sollte erst dann Anwendung finden, wenn eine Frist von vier Jahren ab dem Zeitpunkt der Auflegung des Immobilien-Sondervermögens vergangen ist. Ansonsten erschwert die Grenze den Aufbau eines Portfolios, das ausschließlich aus Immobilien-Gesellschaften besteht. Die Einhaltung der Grenze des § 240 Abs. 2 Nr. 1 KAGB in der Anlaufphase schützt die Anleger ausreichend, ein weitergehender Schutz ist nicht erforderlich.

Jedenfalls sollte diese Lockerung für offene Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen gelten, weil bei der Darlehensgewährung an Immobilien-Gesellschaften für Rechnung offener Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen nach § 284 Abs. 2 Nr. 3 KAGB nicht von Vorgaben des § 240 KAGB abgewichen werden darf.



e) § 284 Abs. 2 Ziff. 3 sollte wie folgt gefasst werden:

„3. § 197 Abs. 2, § 276 Abs. 1, ~~die §§ 240~~ **Abs. 1 und 2 Nr. 1 unberührt bleiben** und **die Belastungsgrenze nach** § 260 Abs. 3 KAGB mit der Maßgabe **gilt**, dass die Belastung nach § 260 Absatz 3 Satz 1 insgesamt 60 Prozent des Verkehrswertes der im Sondervermögen befindlichen Immobilien nicht überschreiten darf, ~~unberührt bleiben~~ und“

Begründung:

Derzeit kann bei der Darlehensgewährung an Immobilien-Gesellschaften für Rechnung eines offenen Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen nicht von den Vorgaben des § 240 KAGB abgewichen werden. Hierdurch kommt es zu einer Ungleichbehandlung der über Objektgesellschaften erworbenen Immobilien gegenüber direkt erworbenen Immobilien. Bei Letzteren ist eine Fremdfinanzierung in Höhe von 50 % (künftig 60%) der Summe der Verkehrswerte der Immobilien möglich (§ 284 Abs. 4 S. 2, § 254 Abs. 1 S. 1 KAGB). Eine entsprechende Grenze enthält § 240 Abs. 2 Nr. 1 KAGB auch für die über Immobiliengesellschaften gehaltenen Immobilien. Die zusätzliche Grenze des § 240 Abs. 2 Nr. 2 KAGB findet für direkt gehaltene Objekte keine Entsprechung. Es sind auch sonst keine Wertungsgesichtspunkte für diese Differenzierung ersichtlich. Vor diesem Hintergrund halten wir die geforderte Anpassung für geboten.

Im Übrigen wird die Regelung sprachlich klarer gefasst.

7. Vorschläge im Zusammenhang mit geschlossenen Fonds

a) § 261 Abs. 1 KAGB – Zulässige Vermögensgegenstände, Anlagegrenzen

§ 261 Abs. 1 KAGB sollte um folgende Nr. 9 ergänzt werden:

„9. Investmentanteile oder Anteile an Spezial-Sondervermögen entsprechend § 253 Abs. 1 S. 1 Nr. 3 KAGB“

Begründung:

Geschlossene Fonds dürfen nicht einmal für die Liquiditätsanlage in offene Fonds investieren. Das stellt gerade im aktuellen Zinsumfeld eine massive Beeinträchtigung dar. Es ist nicht nachvollziehbar, warum geschlossene Fonds hier restriktiver behandelt werden als offene. Daher sollten auch geschlossene Fonds in offene Fonds investieren dürfen. Die sachgerechte Beschränkung der für Liquiditätsanlagen offener Immobilien-Sondervermögen geeigneten Fonds wird durch den Verweis auf § 253 Abs. 1 S. 1 Nr. 3 erreicht.

b) § 261 Abs. 6 KAGB – Bewertung

Erwerben geschlossene Publikums-Fonds geschlossene AIF, sind diese durch einen oder zwei externe Bewerter zu bewerten. Offene Fonds müssen Beteiligungen an Immobiliengesellschaften vor Erwerb hingegen nur durch einen Abschlussprüfer bewerten lassen (§ 236 Abs. 1). Diese Ungleichbehandlung ist nicht nachvollziehbar. Nach der AIFM-Richtlinie müssen AIF mindestens einmal jährlich einen Nettoinventarwert zur Verfügung stellen. Dem liegt

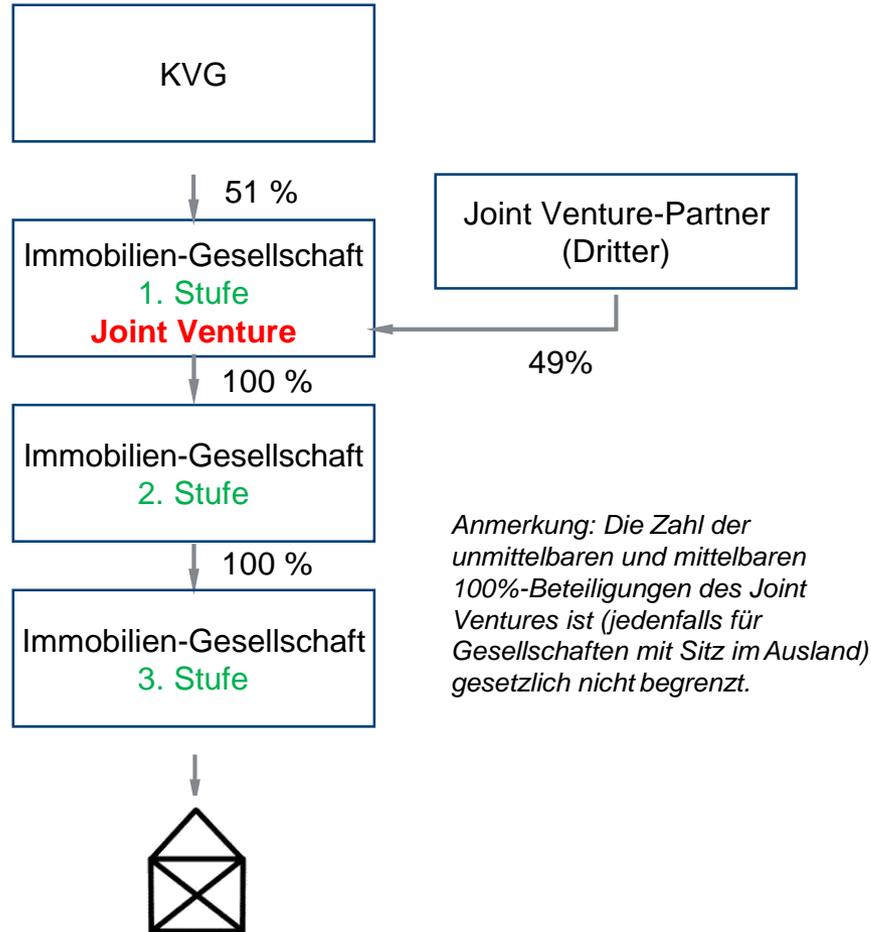


eine ordnungsgemäße Bewertung zugrunde. Eine Ankaufsbewertung sollte entbehrlich sein, wenn ein Nettoinventarwert zur Verfügung steht, zumal beim Ankaufspreis vom Bewertungsergebnis abgewichen werden kann. Eine Regelung analog § 236 Abs. 1 KAGB wäre daher angemessen.

c) Anschaffungsnebenkosten bei indirekt gehaltenen Sachwerten

Bei offenen Immobilien-Sondervermögen und geschlossenen Publikums-AIF, die direkt in einen Sachwert gemäß § 261 Abs. 1 Nr. 1 KAGB investieren, sind bei der Bewertung der von ihnen gehaltenen Vermögensgegenstände Anschaffungsnebenkosten gesondert anzusetzen und über die voraussichtliche Dauer der Zugehörigkeit zum Investmentvermögen, längstens jedoch über 10 Jahre abzuschreiben. Diese für offene Immobilien-Sondervermögen in § 248 Abs. 3 KAGB geregelte und für geschlossene Publikums-AIF, die direkt in einen Sachwert gemäß § 261 Abs. 1 Nr. 1 KAGB investieren, in § 271 Abs. 1 Nr. 2 KAGB geregelte Vorgehensweise fehlt im KAGB für geschlossene AIF, die über Beteiligungsgesellschaften in eine Immobilie investieren. Dies führt dazu, dass sich der NAV des AIF im zweiten Jahr ceteris paribus um die Höhe der Anschaffungsnebenkosten reduziert. Diese unnötige Schlechterstellung geschlossener Fonds sollte beseitigt werden.

A. Einzige mögliche Joint Venture-Struktur nach geltendem Recht



B. Mögliche Joint Venture-Strukturen gemäß vorgeschlagener Neuregelung

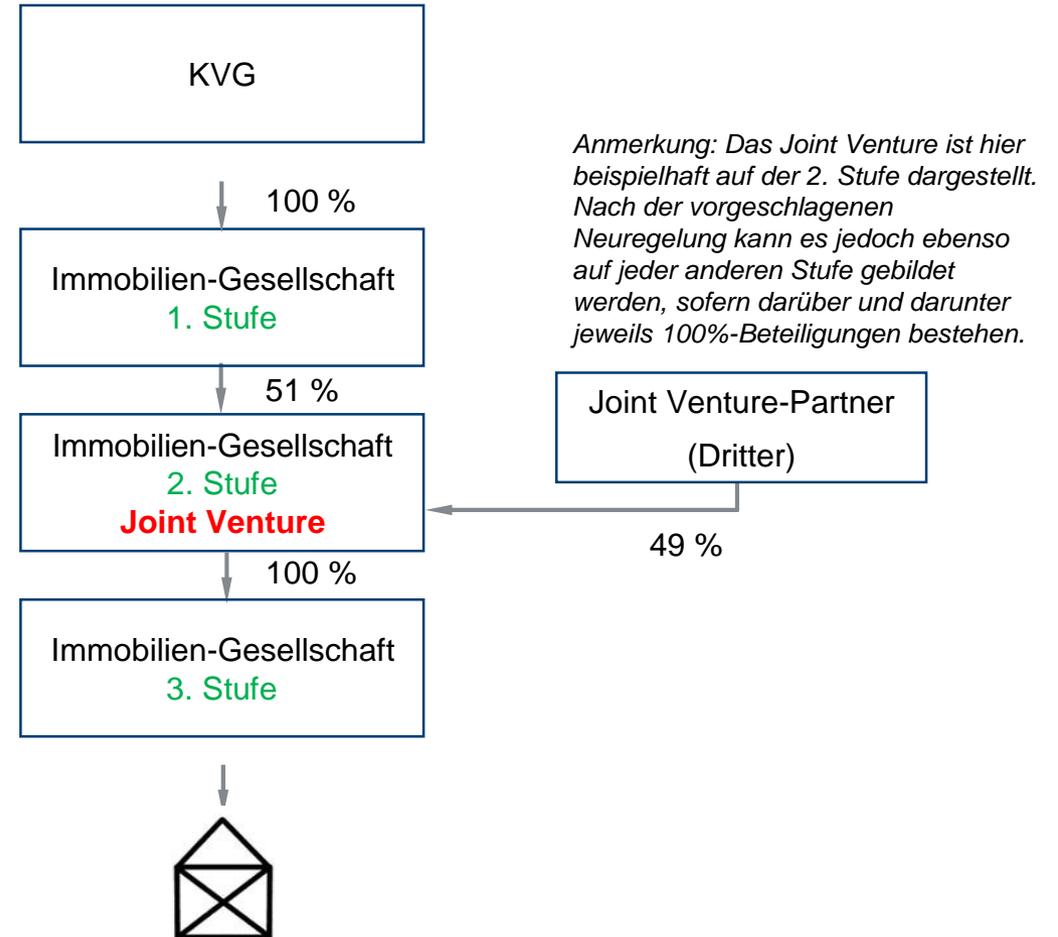
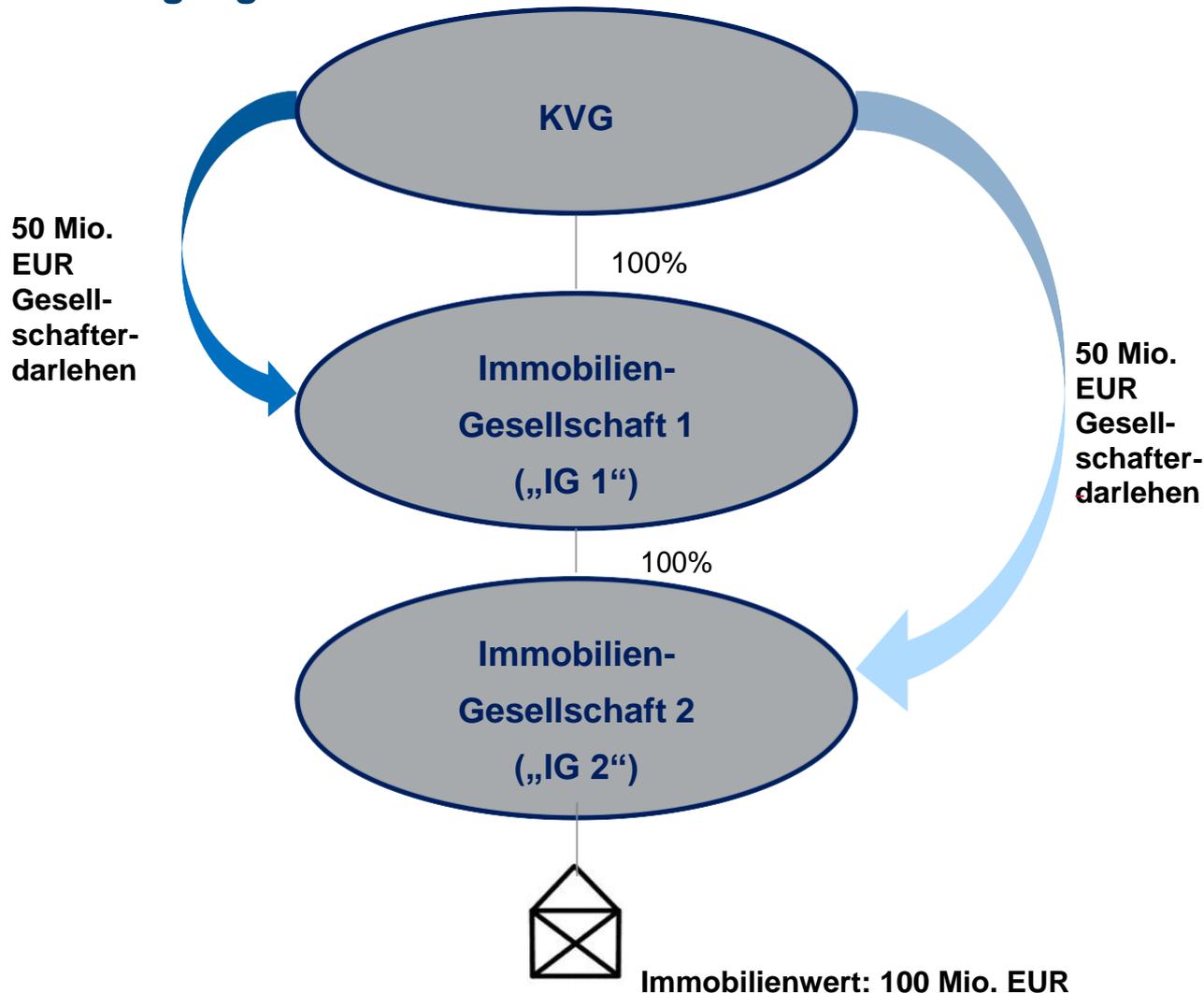
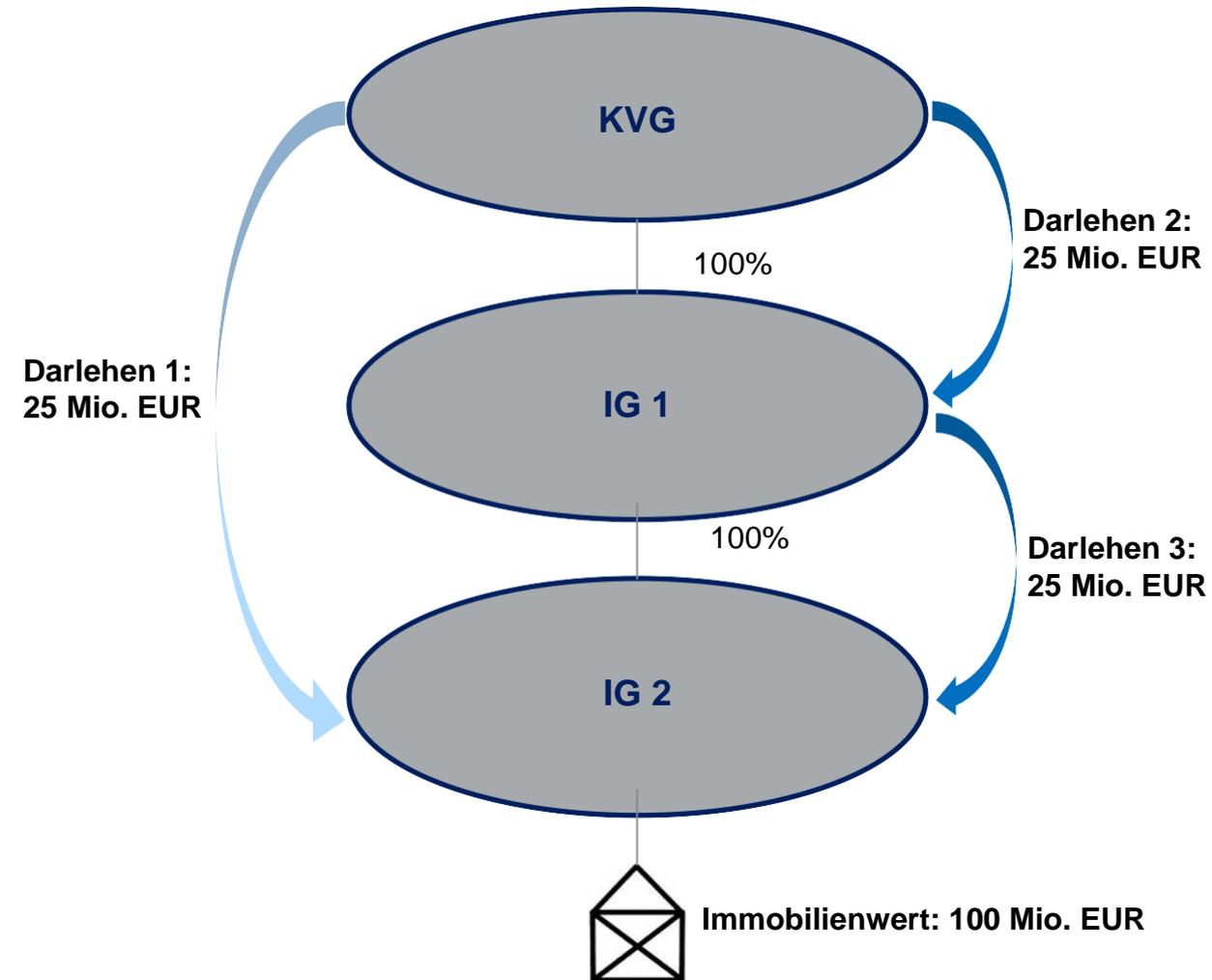


Schaubild 1 - Umgehungsmöglichkeiten der Grenzwerte bei Abstellen allein auf empfangende Immobilien-Gesellschaft und ohne Gesamtschau auf alle durch die KVG gewährten Gesellschafterdarlehen innerhalb einer Beteiligungskette

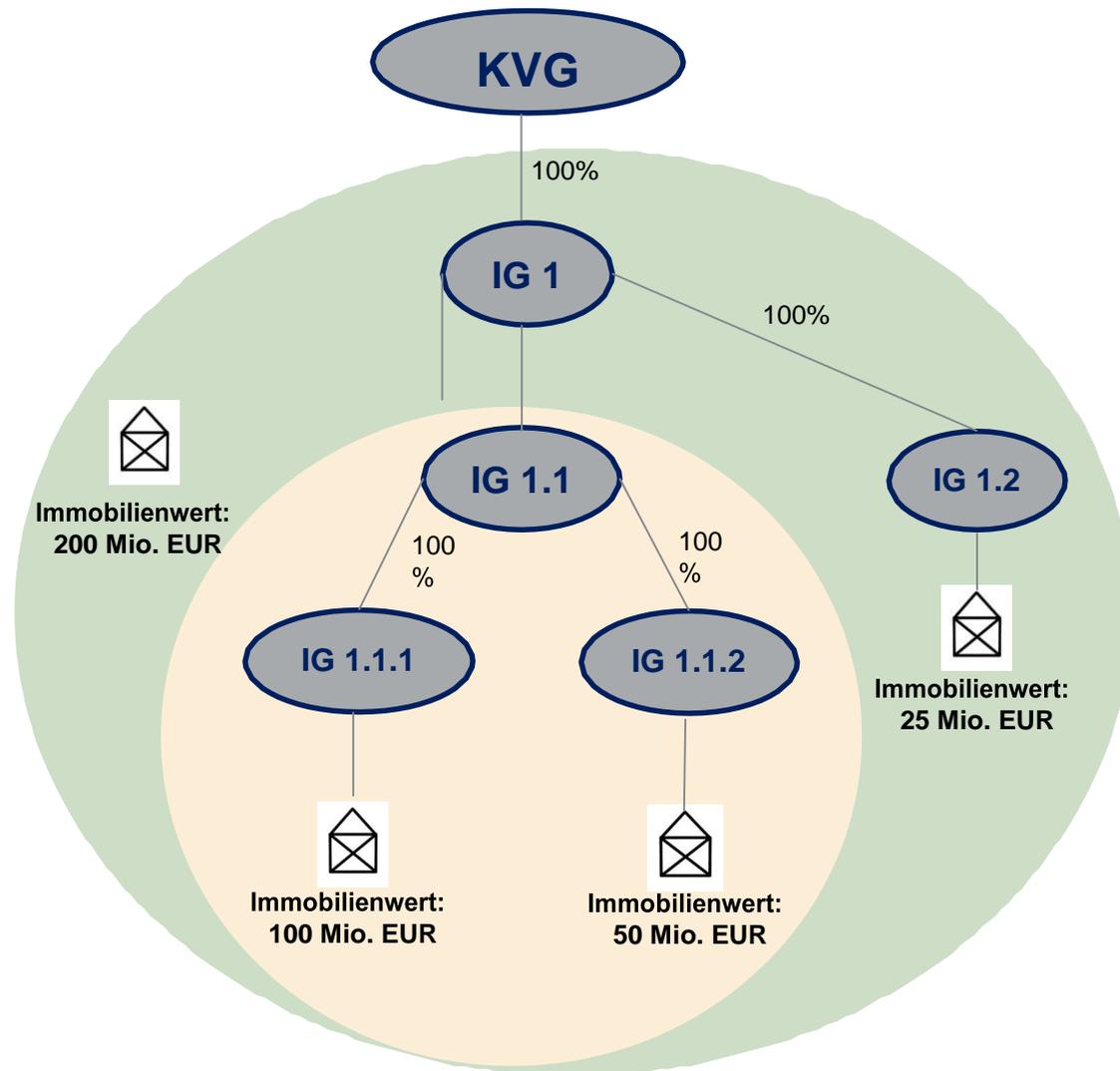


- Durch Ausschöpfung des Grenzwerts bei der Gewährung von Gesellschafterdarlehen sowohl an IG 1 als auch an IG 2 wäre hier ein Gesamtbetrag von Gesellschafterdarlehen i.H.v. 100% denkbar (hier: 100 Mio. EUR).
- Die im vorgeschlagenen § 240 Abs. 2 Nr. 3 KAGB n.F. anzustellende Gesamtschau auf die gesamte Beteiligungskette unter der darlehensnehmenden Holding-Gesellschaft schließt dies aus.

Schaubild 2 - Keine Anrechnung von Gesellschafterdarlehen von Immobilien-Gesellschaften untereinander



1. KVG gewährt IG 2 (mittelbar gehalten) ein Darlehen i.H.v. 25 Mio. EUR („**Darlehen 1**“) (= 25% des Immobilienwertes).
2. KVG gewährt IG 1 (unmittelbar gehalten) ein weiteres Darlehen i.H.v. weiteren 25 Mio. EUR („**Darlehen 2**“) (= 25% des Immobilienwertes).
3. IG 1 gibt die Mittel aus dem Darlehen 2 als weiteres Gesellschafterdarlehen („**Darlehen 3**“) an IG 2 weiter.
 - Das Sondervermögen wendet hier insgesamt 50 Mio. EUR für Gesellschafterdarlehen auf.
 - Bei Einbeziehung des Darlehens 3 würde aber ein Gesellschafterdarlehensbetrag von 75 Mio. EUR herauskommen, da ein Betrag von 25 Mio. EUR doppelt berücksichtigt würde.
 - Daher müssen Gesellschafterdarlehen zwischen Immobilien-Gesellschaften unberücksichtigt bleiben.
 - Das gilt unabhängig davon, ob IG 1 das Darlehen 3 aus selbst erhaltenen Darlehensmitteln oder aus Eigenkapital oder selbst erwirtschafteten Mitteln gewährt.

Schaubild 3 - Gesamtbetrachtung ausgehend von der jeweils darlehensnehmenden Gesellschaft „nach unten“

Bzgl. **IG 1** würde eine Gesamtschau nach **§ 240 Abs. 2 Nr. 3 KAGB (neuer Fassung)** sowohl das unmittelbar gehaltene Objekt als auch die mittels IG 1.1 und IG 1.2 gehaltenen Objekte berücksichtigen. Der Grenzwert wäre dann wie folgt zu berechnen:

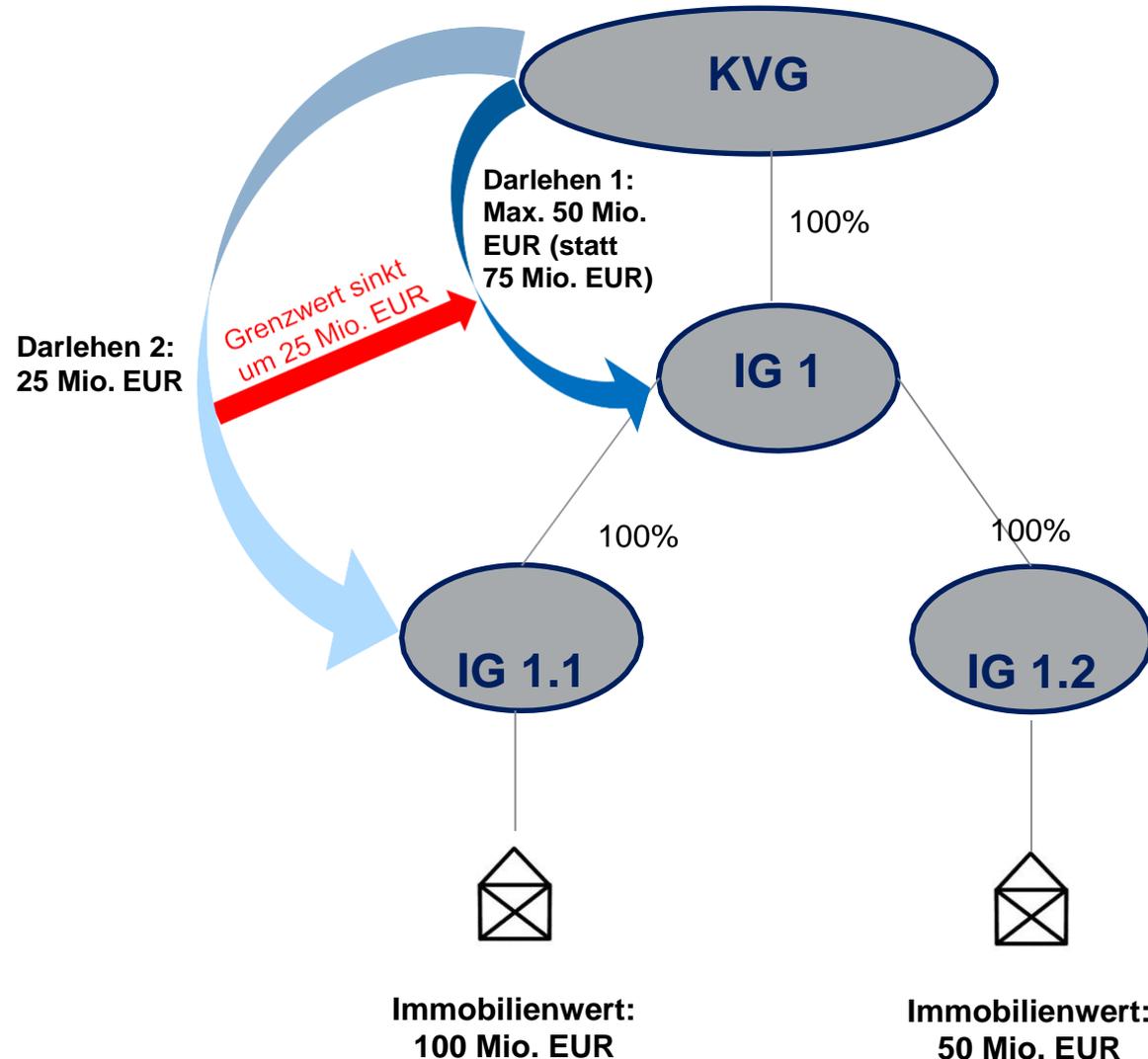
$$\text{Grenzwert} = 50\% * (200 \text{ Mio. EUR} + 100 \text{ Mio. EUR} + 50 \text{ Mio. EUR} + 25 \text{ Mio. EUR})$$

Vom Ergebnis wären im Rahmen der Gesamtbetrachtung die von der KVG an die Gesellschaften auf den unter der IG 1 liegenden Ebenen (also IG 1.1, 1.1.1, 1.1.2 und/oder 1.2) gewährte Darlehen abzuziehen (vgl. Schaubild 4).

Bzgl. **IG 1.1** würde eine Gesamtschau nach **§ 240 Abs. 2 Nr. 3 KAGB (neuer Fassung)** lediglich die mittels IG 1.1.1 und IG 1.1.2 gehaltenen Objekte berücksichtigen. Der Grenzwert wäre dann wie folgt zu berechnen:

$$\text{Grenzwert} = 50\% * (100 \text{ Mio.} + 50 \text{ Mio.})$$

Vom Ergebnis wären im Rahmen der Gesamtbetrachtung die von der KVG an die Gesellschaften auf den unter der IG 1.1 liegenden Ebenen (also an IG 1.1.1 und 1.1.2) gewährten Darlehen abzuziehen (vgl. **Schaubild 4**).

Schaubild 4 - Gesamtschau nur für Holding-Gesellschaften**§ 240 Abs. 2 Nr. 3 KAGB (neuer Fassung) anwendbar**

- Darlehen der KVG an IG 1 (**Darlehen 1**) möglich i.H.v. 50% von 150 Mio. EUR, d.h. 75 Mio. EUR abzüglich Darlehen der KVG an IG 1.1 und IG 1.2.
- Das Darlehen der KVG an IG 1.1 i.H.v. 25 Mio. EUR (**Darlehen 2**) senkt den zulässigen Grenzwert für Darlehen 1 automatisch von 75 Mio. EUR auf 50 Mio. EUR.

§ 240 Abs. 2 Nr. 1 KAGB weiterhin anwendbar

In Bezug auf Immobiliengesellschaften mit ausschließlich unmittelbar gehaltenem Grundstücksvermögen bleibt § 240 Abs. 2 Nr. 1 (derzeitiger Fassung) anwendbar, d.h. **alternativ** zu einer Darlehensvergabe an die Holding-Gesellschaft wäre hier weiterhin auch folgende Darlehensvergabe möglich:

- Darlehen an IG 1.1 i.H.v. 50% von 100 Mio. EUR = 50 Mio. EUR
- Darlehen IG 1.2 i.H.v. 50% von 50 Mio. EUR = 25 Mio. EUR