

## **Position des BVI zum Referentenentwurf der Verordnung zur Änderung der Anlageverordnung und der Pensionsfonds-Kapitalanlageverordnung vom 23. Mai 2014**

**GZ: VII B 4 – WK 8113/11/10001-01**

**DOK: 2014/0467249**

Wir begrüßen, dass mit dem Referentenentwurf der Verordnung zur Änderung der Anlageverordnung („AnlageV-E“) das Anlagespektrum von Versicherungen im Fondssegment zum Teil erweitert wurde. Insbesondere die Schaffung eines Auffangtatbestandes für ‚sonstige Fonds‘ schafft mit der Möglichkeit der Anlage in Spezial-AIF, die zu 100% in unverbriefte Darlehensforderungen investieren, eine neue und attraktive Anlagemöglichkeit. Als positiv werten wir zudem, dass mit der Aufnahme von Private-Equity-Fonds in den Katalog der zulässigen Anlagegegenstände eine neue fondsbasierte Anlageklasse geschaffen werden soll.

Jedoch enthält der Entwurf auf der anderen Seite erhebliche Beschränkungen der Anlagen von Versicherungen in Investmentvermögen, ohne dass diese vom Regelungszweck her gerechtfertigt wären. So werden Investitionen in Spezialfonds künftig massiv begrenzt, wenn diese in bestimmte Vermögensgegenstände wie Unternehmensbeteiligungen oder unverbriefte Darlehensforderungen anlegen. Dieses Ergebnis steht in diametralem Gegensatz zum erklärten Ziel der Änderungsverordnung, nämlich die reine Anpassung der Anlageverordnung („AnlageV“) an die Anforderungen des KAGB. Die regulatorischen Motive für die genannten Restriktionen sind nicht nachvollziehbar, zumal die betroffenen Instrumente innerhalb bestimmter Grenzen im Wege der Direktanlage erworben werden können. Auch die Begründung des Entwurfs schweigt sich über die Motive aus. Für die betroffenen Investoren und somit auch für sämtliche Fondsanbieter würde diese Änderung jedoch schwerwiegende Konsequenzen im Hinblick auf zukünftige Investitionsmöglichkeiten haben und möglicherweise umfangreiche und kostenintensive Umschichtungen der bestehenden Portfolios nach sich ziehen.

Da die neue AnlageV nach Inkrafttreten von Solvency II nur noch für kleine Versicherungen, Pensionskassen und mittelbar auch für berufsständische Versorgungswerke gilt, führen die geplanten Verschärfungen gegenüber dem *status quo* überdies zu einem sachlich nicht gerechtfertigten Wettbewerbsnachteil der betroffenen Unternehmen. Bevor wir zu einzelnen Regelungsvorschlägen Stellung beziehen, erlauben wir uns daher, die aus unserer Sicht wesentlichen Verschärfungen vorab zusammenfassen. Zur Verdeutlichung der Marktbetroffenheit ist diesem Schreiben eine Darstellung anhand aktueller Zahlen beigelegt ([Anlage](#)).

Unsere Anmerkungen beziehen sich der Einfachheit halber lediglich auf die Vorschriften der AnlageV-E, gelten jedoch gleichermaßen für die entsprechenden Regelungen der neuen Pensionsfonds-Anlageverordnung.

## **I. Wesentliche Kritikpunkte**

### **1. Gleichstellung von Wertpapier-Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen mit Anlagen in Hedgefonds und Rohstoffrisiken**

Wertpapier-Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen sollen künftig nur noch innerhalb einer 7,5 %-Quote erworben und gehalten werden dürfen, wenn sie in Nicht-OGAW-konforme Vermögensgegenstände investieren (z. B. Unternehmensbeteiligungen, unverbriefte Darlehensforderungen, Edelmetalle) und keine börsentäglichen Anteilrückgaben vorsehen. Diese Verschärfung führt, wie nachfolgend dargestellt, zu erheblichen Widersprüchen zu den Wertungen des KAGB.

- In der Erwerbsquote für Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen sind auch Anlagen in Hedgefonds- und Rohstoffrisiken erfasst, so dass die regulierten Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen unter Risikoaspekten den Hedgefonds- und Rohstoffrisiken gleichgestellt werden. Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen weisen jedoch insbesondere im Vergleich zu Hedgefonds ein deutlich geringeres Risikoprofil auf, da sie sowohl im Hinblick auf den Derivateeinsatz als auch die Kreditaufnahme beschränkt sind.
- Während die Investitionsquote in Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen auf 7,5% gesenkt wurde, sollen Private Equity-Investitionen zukünftig über eine 15%-Quote erwerbbar sein. Damit werden Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen, die nicht notierte Unternehmensbeteiligungen nur als geringe Beimischung ohne Kontrollerwerb erwerben dürfen, als riskanter eingestuft als Private Equity Fonds, die tatsächlich Kontrolle über die Zielunternehmen erhalten können. Zudem lässt der betragsmäßige Unterschied zwischen den genannten Mischungsquoten die Bedeutung der jeweiligen Anlage für Versicherungsunternehmen völlig außer Acht. Denn während Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen derzeit insgesamt fast 30% aller Kapitalanlagen von Erstversicherungen ausmachen; beträgt der Anteil von Private Equity-Investitionen nur 3,1 %.
- Mittels des Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen iSd. § 284 KAGB wird nach dem Willen des KAGB-Gesetzgebers der unter dem InvG regulierte Spezialfonds auch unter dem KAGB weitergeführt. Dementsprechend weist der Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen die gleichen Anlagegegenstände, Anlagegrenzen und Beschränkungen zur Eingehung von zusätzlichen Risiken über Hedginginstrumente und Kreditaufnahmen wie der Spezialfonds nach § 91 InvG auf. Der Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen entspricht daher auch vom Risikoprofil vollumfänglich dem als bedeutendes Versicherungsinvestment anerkannten Spezialfonds nach § 91 InvG. Dieser durfte jedoch unter der allgemeinen Mischungsquote von 50% erworben werden, während für den (vom Fondstyp identischen) Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen nunmehr gemeinsam mit Anlagen über Hedgefonds- und Rohstoffrisiken eine Mischungsquote von insgesamt 7,5% Anwendung finden soll.
- Versicherungen erhalten über ihre Investitionen in Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen Zugang zu attraktiven Anlagen, ohne selbst über die notwendigen Erfahrungen in den jeweiligen Finanzmärkten verfügen zu müssen. In der Praxis haben sich daher verschiedene Gestaltungsmöglichkeiten ergeben, um Anlagen in Spezialfonds effektiv zu bündeln, wie z.B. Dachfonds- oder Master-KVG-Strukturen. Sowohl die Dachfonds- als auch die Master-KVG-Konzepte könnten nach der AnlageV-E künftig nicht mehr aufrechterhalten werden. Auf die anfallenden Administrationskosten zur Auflösung dieser Strukturen möchten wir ergänzend be-



sonders hinweisen, da diese letztlich auch die Anleger, also die Versicherungsbranche und damit die Gemeinschaft der Versicherten zu tragen hätte.

- Die AnIV-E nimmt zwar offene inländische (Wertpapier-)Spezial-AIF, die hinsichtlich ihrer erwerblichen Vermögensgegenstände und Rückgabemöglichkeiten mit OGAW vergleichbar sind, von der 7,5%-Quote aus. Die meisten aller in Deutschland aufgelegten (Wertpapier-) Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen, die bislang in vergleichbarer Weise unter dem InvG reguliert waren, investieren jedoch nicht ausschließlich in die Vermögensgegenstände, die für einen OGAW zulässig sind. Vielmehr nutzen diese die bereits unter dem InvG zulässigen und unter dem KAGB beibehaltenen Möglichkeiten, zusätzliche Vermögensgegenstände beizumischen. Damit würden alle diese Fonds aus dieser Sonderregelung herausfallen und müssten der neuen 7,5% Quote zugeordnet werden. Geschätzt müssten daher ca. 15 bis 20 % der Kapitalanlagen der Erstversicherer (also ca. 7 bis 9,2 Milliarden Euro Nettomittelaufkommen) neu strukturiert, verkauft oder abgewickelt werden, weil die 7,5 % Quote ausgelastet wäre und diese Fonds nicht mehr über die Sonderregelung für mit OGAW vergleichbare Spezial-AIF erwerblich wären. Hiermit wären außerdem weitere Kosten verbunden, die zu Lasten der Versicherungsunternehmen und damit auch zu Lasten der jeweiligen Versicherungsnehmer gehen würden.
- Soweit über die geplanten Bestandsschutzregelungen für bereits erworbene Anteile an Wertpapier-Spezialfonds bis Ende 2019 eine Anrechnung auf die 7,5 %-Quote entfällt, ist dies nicht geeignet, um die vorgenannten Verschärfungen abzumildern. Denn neue Anteile an den betroffenen Bestandsfonds dürften nicht zugekauft werden und der Neuerwerb von nicht OGAW-konformen Vermögensgegenständen ab Inkrafttreten der neuen AnlageV soll nicht mehr zulässig sein. Dies wird insbesondere für kleinere Versicherungen und Pensionskassen den Wegfall attraktiver individuell strukturierter Anlagemöglichkeiten bedeuten. Für größere Versicherungen gelten ab 2016 die neuen Solvency II-Anforderungen, so dass diese nicht mehr dem Regime der neuen AnlageV unterworfen sein werden. Für diese wäre dies ggf. eine Verschärfung auf Zeit.

**Es sollte daher am status quo der AnlageV festgehalten werden, so dass offene inländische Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen sowie vergleichbare ausländische AIF im bisherigen Umfang erwerblich bleiben.**

## 2. Transparenzpflicht

Der Referentenentwurf enthält nicht mehr den bisherigen § 3 Abs. 4 Satz 3 AnlageV, wonach im Falle nicht transparenter Vermögenswerte in einem Fonds der Wert der (Ziel-)Fondsanlage auf bestimmte Mischungsquoten (z. B. ABS-, Rohstoff- und Hedgefonds-, Risikokapitalquote) angerechnet werden kann, ohne dass eine Durchschau auf die den jeweiligen Mischungsquoten unterfallenden Vermögensgegenstände des Fonds erfolgen muss. Ausweislich der entsprechenden Erläuterung soll die Streichung dem Umstand Rechnung tragen, dass OGAW und mit OGAW vergleichbare offene Spezial-AIF zukünftig generell transparent sein müssen. Dies halten wir aus den folgenden Gründen für nicht nachvollziehbar:

- Eine generelle Pflicht zur Durchschau auf die im Fonds enthaltenen Vermögensgegenstände führt zu einem erheblichen und teilweise unverhältnismäßigen Reportingaufwand, der durch die bisher bestehende Anrechnungsmöglichkeit ohne Transparenz gerade vermieden werden sollte. Kann die nunmehr generell geforderte Transparenz nicht hergestellt werden (z.B. bei Ziel-



fonds), sind die betroffenen Fondsanteile nicht mehr erwerbbar und dürften auch über die Bestandsschutzregelung nicht mehr gehalten werden.

- Der geplante Wegfall der Anrechnungsmöglichkeit ohne Transparenz führt zu einer sachlich nicht gerechtfertigten Ungleichbehandlung zwischen direkt gehaltenen Anlagen und solchen Investitionen, die über ein Fondsvehikel eingegangen werden. Fonds, die nicht-OGAW-konforme Vermögensgegenstände wie z.B. unverbriefte Darlehensforderungen halten, sollen zukünftig zusammen mit an Hedgefonds- und Rohstoffrisiken gebundenen Anlagen nur noch über eine 7,5%-Quote erwerbbar sein. Demgegenüber dürfen unverbriefte Darlehensforderungen im Direktbestand (mit Ausnahme der § 2 Abs. 1 Nr. 4 Buchstabe c) AnlageV-E unterfallenden Forderungen) innerhalb der allgemeinen Mischungsquote von 50% gehalten werden. Diese Ungleichbehandlung widerspricht der Systematik der AnlageV, die hinsichtlich der einzuhaltenden Mischungsquoten grundsätzlich nicht zwischen direktem und indirektem Bestand unterscheidet.
- Sofern von der Streichung des § 3 Abs. 4 Satz 3 AnlageV-E abgesehen und so die derzeit bestehende Anrechnungsmöglichkeit ohne Transparenz beibehalten würde, wäre sie aufgrund des neuen Satz 1 auf OGAW und mit OGAW vergleichbare Spezial-AIF<sup>1</sup> beschränkt. Für diese Fondstypen schreibt das KAGB einen abschließenden Katalog erwerbbarer Vermögensgegenstände vor, so dass das Schutzniveau des Investors sehr hoch ist. Sofern einzelne dieser Vermögensgegenstände für Zwecke des VAG-Reportings nicht automatisch transparent gemacht bzw. einer konkreten Anlagekategorie in der AnlageV zugeordnet werden können (z. B. weil die Definitionen der erwerbbarer Anlagen einer Versicherung nach der AnlageV nicht mit denen der erwerbbarer Vermögensgegenstände im KAGB übereinstimmen), hat dies keine Verschlechterung des Schutzniveaus der Investoren zur Folge. Aus Gründen des Anlegerschutzes erscheint eine generelle Transparenzpflicht daher nicht geboten.

**Die bisher bestehende Anrechnungsmöglichkeit für intransparente Fonds sollte daher beibehalten werden.**

### **3. Erlaubnispflicht nach KAGB**

Der Referentenentwurf erlaubt Anlagen in Fonds generell nur unter der Bedingung, dass die den jeweiligen Fonds verwaltende Kapitalverwaltungsgesellschaft über eine Erlaubnis iSd. KAGB "verfügt". Dies ist aus folgenden Gründen nicht sachgerecht:

- Nach den Übergangsvorschriften des KAGB darf eine AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft ihre Erlaubnis bis 21. Juli 2014 beantragen. Die BaFin hat dann mindestens drei Monate Zeit, den Erlaubnis Antrag zu prüfen, bevor sie die Erlaubnis erteilt. Es ist daher denkbar, dass die Erlaubniserteilung im Einzelfall zeitlich nach dem Inkrafttreten der neuen AnlageV liegt. Die Dauer des Erlaubnisverfahrens darf jedoch nach unserer Ansicht keinen Einfluss auf die Zulässigkeit der betroffenen Fondsanlage haben.
- Das Erlaubniserfordernis schließt Anlagen in Fonds, die von kleineren Fondsgesellschaften mit bloßer Registrierungspflicht aufgelegt werden, künftig aus. Betroffen sind vor allem Investitionen in Private Equity- und geschlossene Immobilienfonds, die unter der bisherigen AnlageV zulässig erworben wurden, aber nunmehr abgestoßen werden müssten. Das geplante Verbot von

<sup>1</sup> Nach unserem Änderungsvorschlag zu § 2 Abs. 1 Nr. 16 AnlageV-E: offene Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen und Gemischte und Sonstige Sondervermögen.



Anlagen in registrierungspflichtige Fonds lässt jedoch unberücksichtigt, dass das KAGB diese Fonds nunmehr erstmals einer Aufsicht unterstellt und daher das Anlegerschutzniveau wesentlich verbessert wurde. Daher sollte u.E. die Möglichkeit eines Erwerbs dieser Fonds zukünftig erst Recht möglich sein.

**Anlagen in Fonds, die von registrierungspflichtigen Kapitalverwaltungsgesellschaften verwaltet werden, sollten daher zugelassen werden.**

## II. Konkrete Anmerkungen und Änderungsvorschläge

Wir bitten Sie, folgende Änderungsvorschläge im Verordnungsentwurf zu berücksichtigen:

### 1. Anlagen nach § 2 Abs. 1 Nr. 13 Buchst. b) AnlageV-E

a. § 2 Abs. 1 Nr. 13 Buchst. b) aa) sollte wie folgt gefasst werden:

„aa) die direkt oder indirekt **überwiegend** in Vermögensgegenstände nach § 261 Abs. 1 Nr. 4 des Kapitalanlagegesetzbuches investieren und ...“

#### Begründung:

Geschlossene Private Equity-Spezialfonds können praktisch nicht zu 100% in Unternehmensbeteiligungen oder Infrastruktur-Sachwerte investiert sein. Sie halten daneben meist auch (geringfügig) Liquidität und schließen z.T. auch Derivatgeschäfte zu Absicherungszwecken. Diese praktisch notwendigen und verbreiteten „Nebeninvestments“ sollten einer Einbeziehung in die Nr. 13 b) nicht entgegenstehen. Dies wird durch den Begriff „überwiegend“ gewährleistet. Ansonsten besteht die Gefahr, dass die Vorschrift in der Praxis leer läuft, weil überhaupt kein Fonds die Anforderungen erfüllen kann.

b. § 2 Abs. 1 Nr. 13 Buchst. b) sollte außerdem wie folgt gefasst werden:

„Aktien, ~~und~~ Kommanditanteilen **und sonstigen Beteiligungen** an inländischen geschlossenen Spezial-AIF im Sinne des § 1 Absatz 5 des Kapitalanlagegesetzbuches,

aa) [...]

bb) deren Kapitalverwaltungsgesellschaft über eine Erlaubnis nach § 20 Absatz 1 des Kapitalanlagegesetzbuches verfügt **oder nach § 44 des Kapitalanlagegesetzbuches registriert ist,**

sowie Anteilen und Aktien **und sonstigen Beteiligungen** an vergleichbaren **EU-Investmentvermögen im Sinne des § 1 Abs. 8 des Kapitalanlagegesetzbuchs oder vergleichbaren** ausländischen Investmentvermögen, ~~die dem Recht eines Vollmitgliedstaats der OECD unterliegen~~, sofern diese von einer Verwaltungsgesellschaft mit Sitz in einem anderen Staat des EWR oder einem Vollmitglied der OECD ausgegeben werden, die zum Schutz der Anleger einer öffentlichen Aufsicht unterliegt **und über eine Erlaubnis im Sinne von Doppelbuchstabe bb verfügt;**“

#### Begründung:

Das KAGB unterscheidet zwischen inländischen, EU- und ausländischen Investmentvermögen (vgl. § 1 Abs. 7-9 KAGB). Neben der Anlage in inländische geschlossene Spezial-AIF und vergleichbare ausländische Investmentvermögen muss daher auch der Erwerb von Beteiligungen an vergleichbaren EU-Investmentvermögen möglich sein. Dies gebietet die europarechtlich verankerte Kapitalverkehrsfreiheit innerhalb der EU. Generell wird im Referentenentwurf ohne nachvollziehbaren Grund entweder nur auf vergleichbare EU-Investmentvermögen oder allein auf vergleichbare ausländische Investmentvermögen abgestellt. Um einen Gleichlauf mit dem KAGB herzustellen, bitten wir um eine einheitliche, sowohl EU- als auch ausländische Investmentvermögen umfassende Formulierung.

Weiterhin sollte in Bezug auf vergleichbare ausländische Investmentvermögen die Beschränkung, wonach der Fonds dem Recht eines Vollmitgliedstaats der OECD unterliegen muss, entfallen. Das KAGB stellt hinsichtlich der Zulässigkeit des Erwerbs von Beteiligungen an Investmentvermögen, die nicht inländischem Recht unterliegen, ausschließlich auf deren Vergleichbarkeit mit dem jeweiligen inländi-



schen Fonds ab, ohne weitere Vorgaben bezüglich der einschlägigen Jurisdiktion vorzunehmen (vgl. exemplarisch § 261 Abs. 1 Nr. 6 KAGB).

Gemäß § 44 KAGB ist bei Einhaltung der Maßgaben des § 2 Abs. 4, 4a oder 5 KAGB eine Verwaltung von AIF auch ohne eine Erlaubnis nach § 20 KAGB zulässig, sofern eine Registrierung der KVG erfolgt ist. Dies sollte Berücksichtigung finden, da die entsprechend verwalteten Vehikel ansonsten nicht inkludiert wären.

Als Folgeänderung zur Erweiterung des Katalogs auf Fonds, die von registrierten Gesellschaften verwaltet werden, sollte zudem § 2 Abs. 1 Nr. 13 Buchst. b) einleitend über die „Aktien und Kommanditanteile“ hinaus um „sonstige Beteiligungen an“ erweitert werden. Denn AIF, die von registrierten Kapitalverwaltungsgesellschaften verwaltet werden, unterliegen nicht den Rechtsformanforderungen der §§ 91ff. inkl. § 139 KAGB für geschlossene inländische Investmentvermögen (nur zulässig als InvAG oder InvKG) und müssen somit eine Rechtsformbeschränkung nur gemäß § 44 Abs. 1 Nr. 7 KAGB beachten.

Weiterhin sollte im Hinblick auf die Erwerbbarkeit von nicht-inländischen Beteiligungen das Erfordernis einer Erlaubnis iSv. § 20 Absatz 1 des Kapitalanlagegesetzbuches gestrichen werden. Dem Schutz der Versicherten sowie dem Grundsatz der Anlagensicherheit wird bereits durch das Vorliegen einer öffentlichen Aufsicht ausreichend Rechnung getragen. Diese Einschätzung entspricht dem KAGB, das hinsichtlich der Erwerbbarkeit von Anteilen an Nicht-OGAW durch ein OGAW-Sondervermögen allein auf das Vorliegen einer wirksamen öffentlichen Aufsicht abstellt (§ 196 Abs. 1 Nr. 1 KAGB). Vor dem Hintergrund, dass ein OGAW-Sondervermögen nach der Wertung des KAGB ein besonders hohes Anlegerschutzniveau aufweist, sollte der Standard des KAGB auch vorliegend ausreichend sein. Darüber hinaus sind ausländische Jurisdiktionen denkbar, die zwar über eine öffentliche Investimentaufsicht verfügen, diese jedoch an keine formelle Erlaubnis oder sonstige behördliche Autorisierung knüpfen. Nach der bisherigen Regelung wären die betroffenen Gesellschaften jedoch auf eine Erlaubnis nach dem KAGB angewiesen, die sie nach dem für sie einschlägigen ausländischen Recht gerade nicht erhalten können.

#### **Nur hilfsweise sollte § 2 Abs. 1 Nr. 13 Buchst. b) bb) daher wie folgt gefasst werden:**

„Aktien, ~~und~~ Kommanditanteilen **und sonstigen Beteiligungen** an inländischen geschlossenen Spezial-AIF im Sinne des § 1 Absatz 5 des Kapitalanlagegesetzbuches,

aa) [...]

bb) deren Kapitalverwaltungsgesellschaft über eine Erlaubnis nach § 20 Absatz 1 des Kapitalanlagegesetzbuches verfügt **oder nach § 44 des Kapitalanlagegesetzbuches registriert ist,**

sowie Anteilen und Aktien **und sonstigen Beteiligungen** an vergleichbaren **EU- Investmentvermögen im Sinne des § 1 Abs. 8 des Kapitalanlagegesetzbuchs oder vergleichbaren** ausländischen Investmentvermögen, ~~die dem Recht eines Vollmitgliedstaats der OECD unterliegen,~~ sofern diese von einer Verwaltungsgesellschaft mit Sitz in einem anderen Staat des EWR oder einem Vollmitglied der OECD ausgegeben werden, die zum Schutz der Anleger einer öffentlichen Aufsicht unterliegt und über eine ~~der~~ Erlaubnis im Sinne von Doppelbuchstabe bb **vergleichbare Erlaubnis oder Registrierung** verfügt;“

Bisher im Wortlaut des § 2 Abs. 1 Nr. 13 Buchst. b) bb) nicht berücksichtigt sind außerdem Mischkonstellationen, wonach der inländische Spezial-AIF beispielsweise durch eine EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft im Inland (vgl. § 54 KAGB) oder durch eine ausländische AIF-Verwaltungsgesellschaft (vgl. § 57



KAGB) verwaltet wird. Auch hier wäre eine Anpassung geboten. Einen entsprechenden Formulierungsvorschlag liefern wir auf Anfrage gerne nach.

## 2. Anlagen nach § 2 Abs. 1 Nr. 14c AnlageV-E

a. § 2 Abs. 1 Nr. 14 Buchst. c) aa) sollte wie folgt gefasst werden:

„aa) die direkt oder indirekt in Vermögensgegenstände nach § 231 Absatz 1 ~~Nummer 1 bis 6 sowie § 235 Absatz 1~~ des Kapitalanlagegesetzes investieren und

bb [...]“

### Begründung:

Die Bezugnahme in § 2 Abs. 1 Ziffer 14 Buchst. b) aa) auf § 231 Abs. 1 Nr. 1 bis 6 KAGB führt zu einem nicht sachgerechten Ausschluss einer Anlage des Immobilienfondsvermögens in liquide Mittel<sup>2</sup>. Eine Liquiditätshaltung ist jedoch schon deshalb unentbehrlich, weil die ordnungsgemäße laufende Bewirtschaftung der Immobilien sichergestellt werden muss.

Unklar ist auch, weshalb hinsichtlich des Erwerbs von Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften nicht auf § 234 KAGB, sondern auf § 235 Abs. 1 KAGB verwiesen wird. Die Erläuterungen zum Entwurf enthalten keinen Hinweis, ob der Verordnungsgeber möglicherweise hiermit eine Klarstellung beabsichtigt, dass von den Voraussetzungen des § 235 Abs. 1 KAGB auch im Einverständnis mit dem Anleger nicht abgewichen werden darf.<sup>3</sup> Zur Vermeidung späterer Auslegungsschwierigkeiten sollte der Katalog der zulässigen Vermögensgegenstände unter dem KAGB auch bei der Anlage von Versicherern in Spezial-AIF eingehalten werden. Sollte der Verordnungsgeber bestimmte Anforderungen in Bezug auf den Erwerb von Immobilien-Gesellschaften für nicht abdingbar halten, sollten Einzelheiten hierzu besser in einem Auslegungsschreiben oder im Rahmen der künftigen Abstimmung der Muster-Anlagebedingungen geregelt werden. Dies entspricht auch der bisherigen Praxis.

Schließlich erscheint problematisch, dass gemäß den Erläuterungen zu § 2 Abs. 1 Nr.14 Buchst. c) AnlageV-E die Anteile an den von Nr. 14 erfassten Investmentvermögen frei übertragbar sein müssen. Sofern dieses Erfordernis wie bisher dahingehend interpretiert wird, dass die Übertragbarkeit nicht an die Zustimmung der betreffenden Verwaltungsgesellschaft geknüpft sein darf, könnte dies im Bereich der offenen Immobilien-Spezialfonds zu einer Verletzung des § 277 KAGB führen. Denn nach § 277 KAGB dürfen Anteile an inländischen offenen Spezial-AIF nur an professionelle oder semi-professionelle Anleger übertragen werden. Um dieser gesetzlichen Verpflichtung nachzukommen, muss die Verwaltungsgesellschaft die Anteilübertragung von ihrer Zustimmung abhängig machen. Daher sollte die Zustimmungspflicht der Verwaltungsgesellschaft erhalten werden oder hilfsweise die Zustimmung aus wichtigem Grund verwehrt werden dürfen. Wir bitten, die Erläuterungen entsprechend zu ergänzen.

<sup>2</sup> § 231 Abs. 1 Nr. 7 KAGB regelt die Möglichkeit, das Fondsvermögen in Liquidität oder Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften anlegen zu können.

<sup>3</sup> Gemäß § 284 Abs. 2 KAGB darf die Kapitalverwaltungsgesellschaft von den §§ 230 bis 260 KAGB abweichen, wenn die Anleger zustimmen.



b. § 2 Abs. 1 Nr. 14 Buchst c) bb) sollte außerdem wie folgt gefasst werden:

„Anteilen, Aktien, ~~und~~ Kommanditanteilen **und sonstigen Beteiligungen** an inländischen ~~offenen~~ Spezial-AIF im Sinne des § 1 Absatz 6 des Kapitalanlagegesetzbuches oder Anteilen, ~~und~~ Aktien **und sonstigen Beteiligungen** an inländischen geschlossenen Publikums-AIF im Sinne des § 1 Absatz 5 des Kapitalanlagegesetzbuchs,

aa) [...]

bb) deren Kapitalverwaltungsgesellschaft über eine Erlaubnis nach § 20 Absatz 1 des Kapitalanlagegesetzbuches verfügt **oder nach § 44 des Kapitalanlagegesetzbuches registriert ist,**

sowie Anteilen und Aktien **und sonstigen Beteiligungen an vorstehenden und** an vergleichbaren EU-Investmentvermögen im Sinne des § 1 Abs. 8 des Kapitalanlagegesetzbuchs **oder vergleichbaren ausländischen Investmentvermögen**, sofern diese von einer Verwaltungsgesellschaft mit Sitz in einem anderen Staat des EWR **oder einem Vollmitglied der OECD** ausgegeben werden, die zum Schutz der Anleger einer öffentlichen Aufsicht unterliegt ~~und über eine Erlaubnis im Sinne von Doppelbuchstabe bb verfügt;~~

#### Begründung:

Gemäß den Erläuterungen der AnlageV-E zu § 2 Abs. 1 Nr. 14 Buchstabe c sollen grundsätzlich folgende Immobilienfonds-Investments möglich sein:

- inländische offene und geschlossene „Immobilien-Spezial-AIF“
- inländische geschlossene „Immobilien-Publikums-AIF“
- vergleichbare offene und geschlossene ausländische „Immobilien-Spezial-AIF“ und geschlossene „Immobilien-Publikums-AIF“.

Da der Wortlaut des § 2 Abs. 1 Nr. 14 Buchst. c) AnlageV-E hinter dem Willen des Ordnungsgebers zurückbleibt, gehen wir insoweit von einem redaktionellen Versehen aus und bitten um entsprechende Korrektur.

Hinsichtlich der Erwerbbarkeit von Beteiligungen an nicht-inländischen Investmentvermögen bitten wir aus den unter Teil II, Ziffer 1b) dieses Schreibens dargestellten Gründen um eine einheitliche, unserem Vorschlag zu § 2 Abs. 1 Nr. 13 Buchst. b) AnlageV-E folgende Formulierung.

Weiterhin bitten wir um die Aufnahme von nach § 44 des Kapitalanlagegesetzbuchs registrierten inländischen Verwaltungsgesellschaften und die Streichung des Erlaubniserfordernisses für nicht-inländische Gesellschaften. Hilfsweise sollte, wie zu § 2 Abs. 1 Nr. 13 Buchst. b) bb) als Hilfspotitum vorgeschlagen, eine der Erlaubnis nach § 20 KAGB oder der Registrierung nach § 44 KAGB vergleichbare Erlaubnis oder Registrierung ausreichen.

Zudem sollten Mischkonstellationen, in denen der inländische Spezial-AIF beispielsweise durch eine EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft (vgl. § 54 KAGB) oder durch eine ausländische AIF-Verwaltungsgesellschaft (vgl. § 57 KAGB) verwaltet wird, Berücksichtigung finden. Insoweit verweisen wir wiederum auf unserer Ausführungen unter Teil II, Ziffer 1b) dieses Schreibens.

Der Anwendungsbereich sollte außerdem auf vergleichbare Immobilien-Spezialfonds aus Staaten der OECD ausgeweitet werden. Für Private Equity Fonds sieht der Entwurf unter § 2 Abs. 1 Nr. 13 Buchst.



b) AnlageV-E eine entsprechende Regelung vor. Es ist daher nicht erkennbar, weshalb dies nicht auch für Immobilien-Spezialfondsanlagen gelten soll.

### 3. Anlagen nach § 2 Abs. 1 Nr. 15 AnlageV-E

§ 2 Abs. 1 Nr. 15 sollte wie folgt gefasst werden:

„Anteile und Anlageaktien an ~~inländischen offenen Publikumsinvestmentvermögen im Sinne des § 1 Absatz 2 des Kapitalanlagegesetzbuchs (OGAW)~~ in- und ausländischen OGAW im Sinne des § 1 Abs. 2 des Kapitalanlagegesetzbuchs ~~sowie Anteilen und Aktien an vergleichbaren EU-Investmentvermögen im Sinne des § 1 Abs. 8 des Kapitalanlagegesetzbuchs~~, sofern diese von einer OGAW-Verwaltungsgesellschaft **mit Sitz im Inland oder mit Sitz in einem anderen Staat des EWR oder einem Vollmitglied der OECD** verwaltet werden,“

#### Begründung:

Die Definition des „OGAW“ im KAGB umfasst in- und ausländische Fonds, die der entsprechenden EU-Richtlinie unterliegen (vgl. z. B. § 1 Abs. 19 Nr. 17 KAGB). Im Ausland ist außerdem der Begriff des „Publikumsinvestmentvermögens“ nicht geläufig, da es sich um eine deutsche Definition im KAGB handelt. Wir regen daher eine kürzere Formulierung an.

Der Anwendungsbereich sollte außerdem auf vergleichbare OGAW aus Ländern mit einer Vollmitgliedschaft in der OECD ausgeweitet werden. Für Private Equity Fonds sieht § 2 Abs. 1 Nr. 13 Buchst. b) AnlageV-E eine entsprechende Regelung vor. Es ist daher nicht erkennbar, weshalb dies nicht auch für OGAW gelten soll.

### 4. Anlagen nach § 2 Abs. 1 Nr. 16 AnlageV-E

§ 2 Abs. 1 Nr. 16 sollte wie folgt gefasst werden:

„16. Anteilen, ~~und~~ Anlageaktien **und sonstigen Beteiligungen an inländischen offenen Spezial-AIF im Sinne des § 1 Absatz 6 des Kapitalanlagegesetzbuchs,**

- a) **an inländischen offenen Spezial-AIF im Sinne des § 1 Absatz 6 des Kapitalanlagegesetzbuchs**, die hinsichtlich ihrer erwerblichen Vermögensgegenstände und Rückgabemöglichkeiten **mit den** die Anforderungen ~~der Nummer 15 vergleichbar sind~~ des § 284 des Kapitalanlagegesetzbuchs erfüllen und nicht bereits von Nummer 14 Buchstabe c erfasst sind, oder
- b) **an inländischen offenen Publikumsinvestmentvermögen in Form von Gemischten Sondervermögen im Sinne der §§ 218 und 219 oder in Form von Sonstigen Sondervermögen im Sinne der §§ 220 bis 224 des Kapitalanlagegesetzbuchs, und**
- c) deren Kapitalverwaltungsgesellschaft **jeweils** über eine Erlaubnis nach § 20 Absatz 1 des Kapitalanlagegesetzbuchs verfügt **oder nach § 44 des Kapitalanlagegesetzbuchs registriert ist,**

sowie Anteilen und Aktien **und sonstigen Beteiligungen an** ~~vorstehenden und an~~ vergleichbaren EU-Investmentvermögen im Sinne des § 1 Abs. 8 des Kapitalanlagegesetzbuchs **in Form von Spezial-AIF oder vergleichbaren ausländischen Investmentvermögen**, sofern diese von einer Verwaltungsgesellschaft mit Sitz in einem anderen Staat des EWR **oder einem Vollmitglied der OECD** ausgegeben werden, die zum Schutz der Anleger einer öffentlichen Aufsicht unterliegt ~~und über eine Erlaubnis im Sinne von Buchstabe b verfügt~~.“



Begründung:

Die der Anlageverordnung unterworfenen Unternehmen sollten – wie bisher – die Möglichkeit haben, ohne Einschränkungen in (Wertpapier-)Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen im Sinne des § 284 KAGB, in offene Publikumsinvestmentvermögen in Form von Sonstigen oder Gemischten Sondervermögen sowie vergleichbare ausländische Investmentvermögen zu investieren. Zur Begründung wird vollumfänglich auf unsere Ausführungen in Teil I, Ziffer 1 dieses Schreibens Bezug genommen.

Weiterhin bitten wir, wie in unserem Formulierungsvorschlag dargelegt, um die Aufnahme von nach § 44 des Kapitalanlagegesetzbuchs registrierten inländischen Verwaltungsgesellschaften und die Streichung des Erlaubniserfordernisses für nicht-inländische Gesellschaften. Hilfsweise sollte, wie zu § 2 Abs. 1 Nr. 13 Buchst. b) bb) als Hilfspetition vorgeschlagen, eine der Erlaubnis nach § 20 KAGB oder der Registrierung nach § 44 KAGB vergleichbare Erlaubnis oder Registrierung ausreichen.

Zudem sollten Mischkonstellationen, in denen der inländische Spezial-AIF beispielsweise durch eine EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft (vgl. § 54 KAGB) oder durch eine ausländische AIF-Verwaltungsgesellschaft (vgl. § 57 KAGB) verwaltet wird, Berücksichtigung finden. Insoweit verweisen wir wiederum auf unserer Ausführungen unter Teil II, Ziffer 1b) dieses Schreibens.

Der Anwendungsbereich sollte außerdem auf vergleichbare Fonds aus Staaten der OECD ausgeweitet werden. Für Private Equity Fonds sieht der Entwurf unter § 2 Abs. 1 Nr. 13 Buchst. b) AnlageV-E eine entsprechende Regelung vor. Es ist daher nicht erkennbar, weshalb dies nicht auch für Fonds im Sinne der Nr. 16 gelten soll.

**Nur hilfsweise für den Fall, dass dem oben genannten Vorschlag nicht gefolgt wird, sollte § 2 Abs. 1 Nr. 16 wie folgt gefasst werden:**

„16. Anteilen, ~~und~~ Anlageaktien ~~und~~ sonstigen Beteiligungen an ~~inländischen offenen Spezial-AIF im Sinne des § 1 Absatz 6 des Kapitalanlagegesetzbuches,~~

- a) ~~inländischen offenen Spezial-AIF im Sinne des § 1 Absatz 6 des Kapitalanlagegesetzbuches,~~ die hinsichtlich ihrer erwerbaren Vermögensgegenstände und Rückgabemöglichkeiten mit den Anforderungen der Nummer 15 vergleichbar sind, ~~und~~
- b) an ~~inländischen offenen Publikumsinvestmentvermögen in Form von Gemischten Sondervermögen im Sinne der §§ 218 und 219 oder in Form von Sonstigen Sondervermögen im Sinne der §§ 220 bis 224 des Kapitalanlagegesetzbuches, oder~~
- c) ~~inländischen offenen Spezial-AIF im Sinne des § 284 des Kapitalanlagegesetzbuches, die nicht bereits von Nummer 14 Buchstabe c erfasst sind und deren Vertragsunterlagen folgende Kriterien erfüllen:~~
  - aa) ~~Derivate dürfen nur gemäß § 197 Absatz 1 des Kapitalanlagegesetzbuchs eingesetzt werden;~~
  - bb) ~~Sonstige Anlageinstrumente gemäß § 198 Nummer 1 des Kapitalanlagegesetzbuchs sind auf bis zu 20% des Wertes des Fonds beschränkt;~~
  - cc) ~~Sonstige Anlageinstrumente gemäß § 198 Nr. 1 bis 4 des Kapitalanlagegesetzbuchs sind auf insgesamt bis zu 30% des Wertes des Fonds beschränkt;~~
  - dd) ~~Unverbriefte Darlehensforderungen gemäß § 221 Abs. 1 des Kapitalanlagegesetzbuchs sind auf bis zu 30% des Wertes des Fonds zu beschränken;~~



- ee) Wertpapierdarlehensgeschäfte müssen bezüglich der Sicherheitsleistungen die Anforderungen der §§ 200 bis 202 des Kapitalanlagegesetzbuchs erfüllen; und
- ff) eine Sachauskehrung, insbesondere eine physische Lieferung von Edelmetallen ausgeschlossen sein; und
- d) deren Kapitalverwaltungsgesellschaft **jeweils** über eine Erlaubnis nach § 20 Absatz 1 des Kapitalanlagegesetzbuches verfügt **oder nach § 44 des Kapitalanlagegesetzbuches registriert ist**,

sowie Anteilen und Aktien **und sonstigen Beteiligungen** an ~~vorstehenden und an~~ vergleichbaren EU-Investmentvermögen im Sinne des § 1 Abs. 8 des Kapitalanlagegesetzbuchs ~~in Form von Spezial-AIF oder vergleichbaren ausländischen Investmentvermögen~~, sofern diese von einer Verwaltungsgesellschaft mit Sitz in einem anderen Staat des EWR **oder einem Vollmitglied der OECD** ausgegeben werden, die zum Schutz der Anleger einer öffentlichen Aufsicht unterliegt ~~und über eine Erlaubnis im Sinne von Buchstabe b verfügt;~~

#### Begründung:

Es ist nicht sachgerecht, Anteile oder Aktien an offenen inländischen Spezial-AIF, die weder § 2 Abs. 1 Nr. 16 AnlageV-E noch § 2 Abs. 1 Nr. 14 Buchst. c) AnlageV-E unterfallen, pauschal undifferenziert der 7,5% Mischungsquote für alternative Anlagen gemäß § 3 Abs. 2 Nr. 2 AnlageV-E zuzuordnen. Denn mit den Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen nach § 284 KAGB sollten nach dem Willen des Gesetzgebers des Kapitalanlagegesetzbuchs gerade auch im Hinblick auf die versicherungsaufsichtsrechtliche Akzeptanz (vgl. Begründung zum Regierungsentwurf des AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294, S. 188) nahezu unverändert die Maßgaben des § 91 Investmentgesetz für Spezial-Sondervermögen übernommen werden (Begründung zum Regierungsentwurf des AIFM-UmsG, BT-Drs. 17/12294, S. 276.).

Diese gesetzgeberische Vorgabe würde durch die Vorgaben der AnlageV-E unterlaufen werden. Es erscheint zumindest bezüglich Spezial-AIF nach § 284 KAGB, die die Maßgaben des BaFin-Rundschreibens 4/2011(VA) Ziffer B.4.12 zur Ausgestaltung der Vertragsunterlagen beachten, nicht nachvollziehbar, weshalb diese nun u.a. mit offenen inländischen Spezial-AIF nach § 282 KAGB, die keinerlei Vorgaben hinsichtlich der erwerblichen Vermögensgegenständen unterliegen, gleichgesetzt werden. In Abgrenzung zu den offenen inländischen Spezial-AIF nach § 282 KAGB weisen die Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen iSv. § 284 KAGB nicht nur eine klare und auch versicherungsaufsichtsrechtlich anerkannte Katalogisierung der erwerblichen Vermögensgegenstände auf, sondern unterliegen insbesondere auch nach § 284 Abs. 2 Nr. 3 iVm § 197 Abs. 2 KAGB einer gesetzlichen Beschränkung des Marktrisikopotentials, das sich durch den Einsatz von Derivaten und Finanzinstrumenten mit derivativer Komponente höchstens verdoppeln darf. Darüber hinaus unterfallen die Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen – anders als die offenen Spezial-AIF nach § 282 KAGB – im Hinblick auf die Anforderungen an das Risikomanagement den Maßgaben der Derivateverordnung (§ 1 Abs. 2 DerivateVO).

Angesichts dieser bekannten und bewährten risikoorientierten investimentrechtlichen Produktregulierung sollten Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen nach § 284 KAGB hinsichtlich ihrer Anlagerisiken nicht mit offenen Spezial-AIF nach § 282 KAGB gleichgesetzt werden.

## 5. Anlagen nach § 2 Abs. 1 Nr. 17 AnlageV-E

§ 2 Abs. 1 Nr. 17 sollte wie folgt gefasst werden:

„17. Anteilen, Aktien, ~~und~~ Kommanditanteilen **und sonstigen Beteiligungen** an inländischen Investmentvermögen im Sinne des § 1 Absatz 1 des Kapitalanlagegesetzbuches,

a) [...]

b) [...]

c) deren Kapitalverwaltungsgesellschaft über eine Erlaubnis nach § 20 Absatz 1 des Kapitalanlagegesetzbuches verfügt **oder nach § 44 des Kapitalanlagegesetzbuches registriert ist,**

sowie Anteilen und Aktien ~~an vorstehenden und sonstigen Beteiligungen~~ an vergleichbaren EU-Investmentvermögen im Sinne des § 1 Abs. 8 des Kapitalanlagegesetzbuchs **oder vergleichbaren ausländischen Investmentvermögen**, sofern diese von einer Verwaltungsgesellschaft mit Sitz in einem anderen Staat des EWR **oder einem Vollmitglied der OECD** ausgegeben werden, die zum Schutz der Anleger einer öffentlichen Aufsicht unterliegt ~~und über eine Erlaubnis im Sinne von Buchstabe c verfügt.~~

### Begründung:

Wir bitten, wie in unserem Formulierungsvorschlag dargelegt, um die Aufnahme von nach § 44 des Kapitalanlagegesetzbuchs registrierten inländischen Verwaltungsgesellschaften und die Streichung des Erlaubniserfordernisses für nicht-inländische Gesellschaften. Hilfsweise sollte, wie zu § 2 Abs. 1 Nr. 13 Buchst. b) bb) als Hilfspetition vorgeschlagen, eine der Erlaubnis nach § 20 KAGB oder der Registrierung nach § 44 KAGB vergleichbare Erlaubnis oder Registrierung ausreichen.

Zudem sollten Mischkonstellationen, in denen der inländische Spezial-AIF beispielsweise durch eine EU-AIF-Verwaltungsgesellschaft im Inland (vgl. § 54 KAGB) oder durch eine ausländische AIF-Verwaltungsgesellschaft (vgl. § 57 KAGB) verwaltet wird, Berücksichtigung finden. Insoweit verweisen wir wiederum auf unserer Ausführungen unter Teil II, Ziffer 1b) dieses Schreibens.

Der Anwendungsbereich sollte außerdem auf vergleichbare Fonds aus Staaten der OECD ausgeweitet werden. Für Private Equity Fonds sieht der Entwurf unter § 2 Abs. 1 Nr. 13b) AnlageV-E eine entsprechende Regelung vor. Es ist daher nicht erkennbar, weshalb dies nicht auch für Fonds im Sinne der Nr. 17 gelten soll.

## 6. Transparenzpflicht nach § 3 Abs. 4 Satz 3 AnlageV-E

Wir bitten Sie, § 3 Absatz 4 Satz 3 AnlageV nicht zu streichen.

### Begründung:

Das gesamte VAG-Reporting ist auf die unterschiedliche Behandlung der Vermögensgegenstände je nach Transparenz ausgerichtet. Insbesondere bezüglich intransparenter Zielfondsanteile ist es überdies wichtig und sehr praxisrelevant, dass nur diese auf bestimmte Quoten und nicht der gesamte, im Übrigen transparente Fonds angerechnet werden können.

- Problematisch sind die vorgesehenen Transparenzanforderungen insbesondere im Hinblick auf bestehende Fondsanlagen in Zielfonds: Hier könnte ein einziger (ausländischer) Zielfonds, dessen Transparenz nicht hergestellt werden kann, den gesamten Fonds „infizieren“ mit der Folge, dass das betroffene Investmentvermögen dann automatisch unter § 2 Abs. 1 Nr. 17 AnlageV-E



mit der Konsequenz einer Anrechnung auf die 7,5%-Quote fiele. Ein solches Ergebnis wäre unverhältnismäßig.

- Nach bestehender Verwaltungspraxis der BaFin und den bisherigen Vorgaben der AnlageV darf derzeit auf eine vollständige Transparenz verzichtet werden. Der nicht transparente Anteil des Fondsvermögens geht hier jedoch nicht unter, sondern wird vielmehr im Reporting berücksichtigt, um eine Zuordnung des intransparenten Teils auf die jeweiligen Mischungsquoten der AnlageV sicherzustellen. Damit führt der nicht transparente Teil automatisch zu einem höheren „Risikogewicht“ gegenüber der Transparenzlösung und damit einem zusätzlichen „Sicherheitspuffer“. Daher erfordern auch Risikogesichtspunkte keine generelle Transparenz.
- Die generelle Transparenzpflicht betrifft auch die vom Bestandsschutz erfassten Wertpapier-Spezial-AIF, die für die Dauer des Bestandsschutzes wie mit OGAW vergleichbare offene Spezial-AIF zu behandeln sind. Diese Verschärfung läuft dem Wesen des Bestandsschutzes zuwider, da die betreffenden Fondsanteile gerade nicht mehr mit der Möglichkeit einer Anrechnung ohne Transparenz weiter gehalten werden dürfen, sondern eine zwingende Durchschau auf die im Fond enthaltenen Vermögenswerte erfolgen muss.
- Ausweislich der BaFin-Statistik für das erste Quartal 2014 über die Kapitalanlagen von Erstversicherungsunternehmen machen die über offene Investmentfonds gehaltenen sonstigen und intransparenten Anlagen lediglich 1,4 % aller Kapitalanlagen aus und bilden damit nur einen sehr geringen Anteil am Gesamtkapitalaufkommen der Erstversicherer.

Zur weiteren Begründung verweisen wir auf die Ausführungen in Teil I, Ziffer 2 dieses Schreibens.

## 7. Streuungsquote für Immobilienanlagen: § 4 Abs. 5 AnlageV-E

§ 4 Abs. 5 sollte wie folgt gefasst werden:

„Bis zu jeweils 10 vom Hundert des Sicherungsvermögens und des sonstigen gebundenen Vermögens können **direkt oder indirekt** einem einzelnen Grundstück oder grundstücksgleichen Recht oder in Anteilen an einem Unternehmen, dessen alleiniger Zweck der Erwerb, die Bebauung und Verwaltung von in einem Staat des EWR oder einem Vollmitgliedstaat der OECD belegenen Grundstücken oder grundstücksgleichen Rechten ist, ~~oder in Anteilen oder Aktien an einem Investmentvermögen nach § 2 Absatz 1 Nummer 14 Buchstabe c~~ angelegt werden. Dieselbe Grenze gilt für mehrere rechtlich selbständige Grundstücke zusammengenommen, wenn sie eine wirtschaftliche Einheit bilden.“

### Begründung:

Um eine Gleichbehandlung von direkter und indirekter Anlage zu gewährleisten, sollte für die Zwecke der Streuungsgrenzen bei indirekt über ein Fondsvehikel gehaltenen Immobilien auf die im Fonds vorhandenen Immobilien durchgeschaut werden. Daher ist es nicht sachgerecht, die Streuungsgrenze des § 4 Abs. 5 AnlageV-E im Falle eines indirekten Investments auf die an einem einzelnen Immobilienfonds gehaltenen Anteile zu beziehen. Vielmehr muss auch im Falle der indirekten Immobilienanlage auf die im Fonds befindlichen Immobilien abgestellt werden.

## 8. Übergangsvorschriften: § 6 AnlageV-E

- a) Wir bitten, § 6 Absatz 4 zu streichen.

### Begründung:

Die vorgeschlagene Streichung ist eine Folgeänderung zu unserem Änderungsvorschlag in § 2 Abs. 1 Nr. 16 AnlageV-E. Es bedarf keiner Bestandschutzregelung, wenn die offenen (Wertpapier-)Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen im Sinne unseres Änderungsvorschlages wie unter dem bisherigen Regime der AnlageV weiterhin erwerbbar sind. Zur weiteren Begründung wird auf unseren Vorschlag in § 2 Abs. 1 Nr. 16 AnlageV-E verwiesen.

Nur **äußerst hilfswiese** bitten wir, § 6 Abs. 4 wie folgt zu fassen und in den Erläuterungen zu § 6 Abs. 4 AnlageV-E die Transparenzpflicht sowie das Verbot von Anteilszukäufen sowie des Zukaufs von nicht OGAW-konformen Vermögensgegenständen im Fonds zu streichen:

**„(4) Anteile und Anlageaktien an offenen Publikums- und Spezial-AIF nach § 2 Absatz 1 Nummer 17, die unter den Bestimmungen vor Inkrafttreten der Fassung der Verordnung vom [einsetzen: Datum des ersten Tages nach der Verkündung] ordnungsgemäß erworben worden sind, können bis zum 31. Dezember 2019 Anlagen nach § 2 Absatz 1 Nummer 16 zugeordnet werden. Die in Satz 1 genannten Anlagen werden voll auf die Begrenzung nach § 3 Absatz 4 Satz 1 und die Quoten nach § 3 Abs. 2 Nummer 1 bis 3 und Absatz 3 Satz 1 und 3 angerechnet, soweit die jeweilige Vermögensstruktur nicht transparent ist.“**

Erläuterungen zu § 6 Abs. 4 AnlageV-E:

~~„... Die jeweiligen Vermögensstrukturen müssen transparent sein... Ein Zukauf von Anteilen und Aktien an offenen Spezial-AIF für die die Übergangsregelung nach Absatz 4 genutzt wird, ist nicht möglich. Ebenso unzulässig ist der Zukauf von nicht OGAW-konformen Vermögensgegenständen innerhalb des offenen Spezial-AIF.“~~

### Hilfswiese Begründung:

Der vorgesehene Bestandsschutzregelung ist auf offene Publikums-AIF (Gemischte und Sonstige Sondervermögen im Sinne der §§ 218 bis 224 KAGB) auszuweiten. Diese werden im Vergleich zu den offenen Spezial-AIF im vorliegenden Entwurf schlechter gestellt und dürften künftig nur noch unter den Einschränkungen des § 2 Abs. 1 Nr. 17 erwerbbar sein, obwohl diese unter der bestehenden AnlageV wie die offenen Spezial-AIF behandelt wurden. Eine derartige Benachteiligung dieser offenen Publikums-AIF ist nicht zu rechtfertigen, zumal diese Publikums-AIF aufgrund ihrer Genehmigungspflicht durch die BaFin einem noch strengeren Aufsichtsregime als die Spezial-AIF unterliegen. Ein Gleichlauf ist daher zwingend erforderlich.

Das in den Erläuterungen zu § 6 Abs. 4 AnlageV-E enthaltene Verbot von Anteilszukäufen sowie des Zukaufs von nicht OGAW-konformen Vermögensgegenständen führt die Bestandsschutzregelung ad absurdum und ist daher zu streichen. Dieses Verbot wird sich insbesondere auf die Anlagen von kleineren Versicherungen und Pensionskassen in Spezialfonds auswirken. Diese können ihre Kapitalanlagen regelmäßig nur über einen Spezialfonds realisieren, der das unter der AnlageV und dem KAGB zulässige Anlageuniversum ausschöpft. Da sie sich häufig nur einen einzigen Spezialfonds leisten können, wären Neuanlagen in beispielsweise unverbriefte Darlehensforderungen, Rohstoffen oder Beteiligungen für diese Unternehmen überhaupt nicht mehr realisierbar bzw. sie wären auf die 7,5 %-Quote beschränkt. Dies stellt eine Wettbewerbsbenachteiligung kleiner Versicherer und Pensionskassen dar. Schließlich führt das in den



Erläuterungen vorgegebene Verbot des Zukaufs neuer Anteile dazu, dass die für diese Kundengruppe bestehenden „Master-Fonds/Dachfonds-Konstruktionen“ nicht mehr aufrechterhalten werden können.

Erschwerend kommt hinzu, dass für die vom Bestandsschutz erfassten Wertpapier-Spezialfonds eine volle Transparenzpflicht gelten soll. Diese Fonds müssten künftig vollständig durchgeschaut und auch im Hinblick auf die Zielfondsanteile und sonstigen erwerbbarer Vermögensgegenstände (z. B. ABS, Rohstoffe, Verbriefungen) transparent gemacht werden. Dies führt zu einer Verschärfung der bestehenden Reportingpflichten, für die die aktuelle Anlageverordnung derzeit Anrechnungsmöglichkeiten ohne Transparenz auf andere Quoten (z. B. ABS- oder Rohstoffquote) vorsieht. Kann diese Transparenz nicht hergestellt werden, sind diese Fondsanteile nicht mehr erwerbbar und dürften auch über die Bestandsschutzregelung nicht mehr gehalten werden. Der neue Satz 2 in unserem Vorschlag bewahrt daher auch im Hinblick auf die Durchschau und Anrechnung auf die Mischungsquoten den Status quo. Zur weiteren Begründung wird auch auf unseren Vorschlag zu § 3 Absatz 4 AnlageV-E verwiesen.

b) Wir bitten, in § 6 folgenden neuen Absatz 4 aufzunehmen:

**„(4) Soweit in dieser Verordnung auf eine Erlaubnis nach oder im Sinne von § 20 Absatz 1 des Kapitalanlagegesetzbuches abgestellt wird, gilt dieses Erfordernis als erfüllt, wenn die Verwaltungsgesellschaften im Sinne der Übergangsvorschriften des § 343 des Kapitalanlagegesetzbuches bzw. Artikel 61 Absatz 1 der Richtlinie 2011/61/EU bis zum 21. Juli 2014 eine Erlaubnis beantragt haben.“**

Begründung:

Es fehlt an einer Übergangsvorschrift für diejenigen Kapitalverwaltungsgesellschaften, die nach den KAGB-Vorschriften noch nicht über eine Erlaubnis nach § 20 Abs. 1 KAGB verfügen, diese aber innerhalb der durch die AIFM-Richtlinie vorgesehenen Fristen bis zum 21. Juli 2014 ordnungsgemäß beantragt haben. Die von uns vorgeschlagene Ergänzung der Übergangsvorschrift stellt klar, dass auch die von diesen Verwaltungsgesellschaften verwalteten Fonds weiterhin erwerbbar sind bzw. gehalten werden dürfen. Anderenfalls wären solche Fonds ab Inkrafttreten der Anlageverordnung nicht mehr erwerbbar bzw. dürften nicht mehr gehalten werden. In der Praxis werden zahlreiche Verwaltungsgesellschaften diese Übergangsvorschrift ausschöpfen und daher bis zum 21. Juli 2014 noch nicht über eine Erlaubnis im Sinne von § 20 Abs. 1 KAGB verfügen. Dies wäre jedoch ein Widerspruch zu der in der AIFM-Richtlinie ausdrücklich vorgesehenen Übergangsvorschrift, die allein auf die Antragstellung und nicht auf die Erlaubniserteilung abstellt.

Weiterhin sollten auch Übergangsregelungen für geschlossene Fonds und Private Equity Anlagen gelten, die bislang nach der AnlageV erwerbbar waren und unter die Bestandsschutzregelung des KAGB fallen.



## Anlage

### **Darstellung der Marktbetroffenheit durch den Referentenentwurf der Verordnung zur Änderung der Anlageverordnung und der Pensionsfonds-Kapitalanlageverordnung vom 23. Mai 2014**

Die Anlagevorschriften für Versicherungen, Pensionskassen und Zusatzversorgungskassen in der AnlageV sind für diese institutionellen Anleger, aber auch für die gesamte Fondsindustrie von herausragender Bedeutung. Ausweislich der BaFin-Statistik vom ersten Quartal 2014 über die Kapitalanlagen von Erstversicherungsunternehmen investieren diese knapp ein Drittel (29,8 %) ihrer gesamten Kapitalanlagen in offene Investmentfonds. Dabei handelt es sich vornehmlich um sog. Spezialfonds (28,7 %), die bislang über die §§ 91 ff. Investmentgesetz (InvG) und künftig als Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen über § 284 Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) besonderen Anlagevorschriften unterliegen. Nur ein minimaler Anteil (ca. 1,1 %) wird direkt in offene Publikumsfonds, zu denen sog. OGAW-Fonds und Gemischte sowie Sonstige Sondervermögen zählen, investiert. Der über offene Immobilienspezialfonds gehaltene Anteil der Kapitalanlagen beträgt 1,3 %. Zusätzlich investieren Erstversicherungsunternehmen 2,3% ihrer Kapitalanlagen in geschlossene Immobilienfonds und 3,1 % ihrer Kapitalanlagen im Bereich Private Equity, die jeweils mit der Umsetzung der AIFM-Richtlinie seit Juli 2013 ebenfalls abschließend im KAGB geregelt werden.

Aus Sicht der im BVI organisierten Fondsgesellschaften machen Investitionen der von der Anlageverordnung betroffenen Versicherungen, Pensionskassen und Zusatzversorgungskassen den größten Anteil am gesamten Nettomittelaufkommen im offenen Spezialfondsbereich aus. Hierzu zählen als größte Gruppe Versicherungsunternehmen (33,6 Milliarden Euro) sowie Altersvorsorgeeinrichtungen wie beispielsweise Pensionskassen (11,1 Milliarde Euro). Sozialversicherungsträger sowie öffentliche Zusatzversorgungsanstalten, die ihre Vermögen nach den Grundsätzen der Anlageverordnung ausrichten, weisen ein Nettomittelaufkommen von 1,2 Milliarden Euro auf. **Das Gesamt Nettomittelaufkommen aus diesen Unternehmen und Einrichtungen beträgt 45,9 Milliarden Euro und damit über 70 % des Nettomittelaufkommens aller Spezialfondsanleger im BVI.**

