



Bundesministerium der Finanzen

Herrn [REDACTED]  
[REDACTED]  
11017 Berlin

Per E-Mail : [REDACTED] und [REDACTED]

Berlin und München, den 24. Juli 2015

### **Gemeinsame Stellungnahme zum OGAW-V-Umsetzungsgesetz (OGAW-V-UmsG)**

GZ VII B 2 - WK 6451/14/10001 :003

DOK 2015/0436197

Sehr geehrter [REDACTED],  
sehr geehrter [REDACTED],  
sehr geehrte Damen und Herren,

vielen Dank für die Übersendung des Referentenentwurfs des OGAW-V-Umsetzungsgesetzes (OGAW-V-UmsG), das die "Richtlinie 2014/91/EU zur Änderung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Aufgaben der Verwahrstelle, die Vergütungspolitik und Sanktionen" umsetzen sowie weitere Anpassungen am KAGB auch in Bezug auf Darlehensfonds vornehmen soll.

Die Verfasser dieser Stellungnahme vertreten die betriebliche Altersversorgung (aba), berufsständische Versorgungswerke (ABV) sowie kommunale und kirchliche Versorgungs- und Zusatzkassen (AKA). Es handelt sich bei sämtlichen Institutionen um Altersversorgungseinrichtungen, die aufgrund der sehr langlaufenden Verpflichtungen einen sehr langfristigen Kapitalanlagehorizont aufweisen. Das insgesamt von diesen Einrichtungen verwaltete Kapitalanlagevolumen belief sich Ende 2014 auf ca. 400 Mrd. Euro. Für die Kapitalanlage unserer Einrichtungen sind insb. Dachfonds-Zielfonds- sowie Masterfondsstrukturen als effiziente und transparente Anlageinstrumente zur Verwaltung der Kapitalanlagen und zur Bündelung verschiedener Zielfonds und Zielinvestitionen in unterschiedlichen Assetklassen von großer Bedeutung. Für die Zusatz- und Versorgungskassen des öffentlichen und

kirchlichen Dienstes, berufsständischen Versorgungswerke und Pensionskassen bleibt auch nach dem 1. Januar 2016 und der Umsetzung von Solvency II im Versicherungsaufsichtsrecht die Anlageverordnung weiterhin zentral für die Anlageregulierung.

## **I. Einführung von reinen Darlehensfonds in Deutschland erfreulich**

Im Wesentlichen begrüßen wir den Referentenentwurf, der neben der Umsetzung der OGAW-V-Richtlinie unter anderem die am 12. Mai 2015 von der BaFin geänderte Verwaltungspraxis in Bezug auf Kreditfonds im KAGB verankern will. Insbesondere begrüßen wir, dass somit in Deutschland künftig „echte“ Kreditfonds zulässig sind, da sowohl die Vergabe als auch die Restrukturierung und die Prolongation von Darlehen durch alternative Investmentfonds (AIF) als Teil der kollektiven Vermögensverwaltung angesehen werden soll. Diese Aktivitäten fallen demnach nicht mehr in den Anwendungsbereich des Kreditwesengesetzes (KWG) und die Fondsgesellschaften müssen demnach auch keine Banklizenzen mehr aufweisen.

## **II. Erwerb von 100%-Darlehensfonds als deutscher Spezial-AIF gemäß § 284 KAGB ermöglichen**

Auf einen kritischen Punkt, der für unsere Versorgungseinrichtungen von großem Interesse ist, möchten wir besonders hinweisen. Problematisch ist aus unserer Sicht insbesondere die neu geplante Beschränkung, dass nach § 284 Abs. 2 Nr. 5 KAGB n.F. nur bis zu 50 Prozent des Wertes des offenen inländischen Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen in unverbriefte Darlehensforderungen angelegt werden dürfen. Begründet wird dies mit Aspekten des Risiko- und Liquiditätsmanagements, namentlich der „run-Gefahr“ aufgrund der Fristeninkongruenz von illiquiden Vermögensgegenständen wie unverbrieften Darlehen und dem Charakter eines offenen Fonds (siehe Begründung zu den Nrn. 66 und 67 auf S. 73 des OGAW-V-UmsG-E). Diese Regelung stellt zwar – verglichen mit der bisherigen Regelung des § 2 Abs. 1 Nr. 15 AnIV a.F. – grundsätzlich keine Verschlechterung für VAG-Anleger dar, die bislang gemäß dem BaFin RS 04/2011 bei Spezialfonds eine 30%-Grenze beim Erwerb von unverbrieften Darlehen einhalten mussten. Diese 30%-Grenze wird jedoch weder in § 2 Abs. 1 Nr. 16 AnIV in der am 7. März 2015 in Kraft getretenen neuen Anlageverordnung noch in der Begründung zur Anlageverordnung genannt, und ein aktualisiertes BaFin-Rundschreiben zur Konkretisierung der neuen Anlageverordnung liegt derzeit ebenfalls noch nicht vor.

Institutionelle Investoren brauchen (auch angesichts des anhaltenden Niedrigzinsumfelds und der politisch erwünschten Investitionen in Infrastrukturprojekte) die Möglichkeit, in inländische offene Spezial-AIF nach § 284 KAGB zu investieren, die bis zu 100% unverbriefte Darlehensforderungen halten dürfen. Die geplante 50%-Grenze für inländische offene Spezial-AIF für den Erwerb von unverbrieften Darlehensforderungen ist daher wirtschaftlich nicht sinnvoll und zudem nicht erforderlich (für eine ausführlichere Argumentation s.u.).

### **➤ 50%-Grenze aufgrund anlegerspezifischen Liquiditätsmanagements nicht erforderlich**

Grundsätzlich ist unserer Meinung nach die geplante 50%-Vorgabe für offene Spezial-AIF im Kontext des KAGB nicht nachvollziehbar: Gemäß § 222 KAGB darf eine AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft unter bestimmten Voraussetzungen bis zu 95% des Wertes eines Sonstigen Investmentvermögens in unverbriefte Darlehensforderungen anlegen. Bei Sonstigen Investmentvermögen handelt es sich um

Publikums-AIF. Es ist daher nicht nachvollziehbar, weshalb für Spezial-AIF strengere Voraussetzungen gelten sollten. Schon in der Begründung zum Investmentänderungsgesetz (Drucksache 16/6874 vom 25. Oktober 2007) zu § 91 Investmentgesetz, der Vorgängervorschrift des § 284 KAGB, hatte der Gesetzgeber ausdrücklich bestätigt: "Spezialfonds können bis zu 100 Prozent in unverbriefte Darlehensforderungen anlegen [...]".

Zudem sehen wir es als bereits derzeit **bestehendes Erfordernis seitens der KVGs an, im Rahmen eines angemessenen Risiko- und Liquiditätsmanagements für einen Fonds die Investition in illiquide Vermögenswerte auf den Anlegerkreis abzustimmen** (wie es die MaRisk für den Fondsbereich auch bereits vorsieht). Bei langfristigen Investoren wie Altersversorgungseinrichtungen sollte es dem offenen Spezial-AIF gemäß § 284 KAGB grundsätzlich erlaubt sein, auch überwiegend in unverbriefte Darlehensforderungen zu investieren.

➤ **100%-Darlehensfonds als deutscher Spezial-AIF gemäß § 284 KAGB als Zielfonds in Dachfondsstrukturen innerhalb der versicherungsaufsichtsrechtlichen Darlehensquote ermöglichen**

Selbst wenn nicht generell die Möglichkeit der unbeschränkten Anlage in Darlehensforderungen geschaffen werden soll, regen wir an, institutionellen Investoren zumindest bei mehrstufigen Fondsstrukturen auf Zielfondsebene die Möglichkeit einzuräumen, in inländische offene Spezial-AIF nach § 284 KAGB zu investieren, die bis zu 100% unverbriefte Darlehensforderungen halten dürfen. Unserer Ansicht nach sollte daher **künftig sowohl investment- als auch versicherungsaufsichtsrechtlich der Erwerb von „reinen“ 100%-Darlehensfonds insb. als Zielfonds, die als inländische Spezial-AIF gemäß § 284 KAGB ausgestaltet sind, in Fondskonstruktionen möglich sein, die gemäß § 2 Abs. 1 Nr. 16 AnIV klassifizieren und daher letztlich ggfs. auf die neue 5%-Quote für Darlehen gemäß § 2 Abs. 1 Nr. 4c AnIV angerechnet werden können. Eine neue allgemeine 50%-Beschränkung in Bezug auf die Investition in unverbriefte Darlehensforderungen sollte daher nicht auf Ebene des KAGB für den Spezial-AIF gemäß § 284 KAGB verankert werden.** Zu erwähnen ist in diesem Zusammenhang insbesondere auch, dass diese Beschränkung nur für inländische offene Spezial-AIF gelten würde, d.h. wenn es sich bei dem Zielfonds um einen deutschen Spezial-AIF gemäß § 284 KAGB handelt. Investiert jedoch ein deutscher Spezial-AIF nach § 284 KAGB als Dachfonds in einen ausländischen Zielfonds gilt für diesen Zielfonds die 50%-Grenze investmentrechtlich nicht.

Aus diesem Grund bitten wir zumindest folgende Ergänzungen hinsichtlich der geplanten Änderung von § 284 Abs. 2 Nr. 5 KAGB (siehe Art. 1 Nr. 67 OGAW-V-UmsG) vorzunehmen:

67. § 284 Absatz 2 wird wie folgt geändert:

...

c) Folgende Nummer 5 wird angefügt:

*„5. nur bis zu 50 Prozent des Wertes des offenen inländischen Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen in unverbriefte Darlehensforderungen angelegt werden. Diese Anlagegrenze ist bei solchen offenen inländischen Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen nach § 284 KAGB nicht anzuwenden, die ausschließlich als Zielfonds im Rahmen von Dachfonds-/ Zielfondskonstruktionen oder Masterfondskonstruktionen eingesetzt werden. Die vom Dachfonds gehaltenen Zielfonds können bis zu 100% in unverbriefte Darlehensforderungen investieren, sofern es sich um eine homogene Gruppe von Anlegern mit gleichge-*

*richteten Interessen (beispielsweise bei der Anlage einer oder mehrerer Versorgungseinrichtungen) handelt.“*

Hilfsweise unterstützen wir die Bestandsschutzregelung für Fonds, die vor dem 18. März 2016 aufgelegt werden (siehe § 351a OGAW-UmsG-E).

### **III. Argumente für die Angemessenheit von 100%-Darlehensfonds als Zielfonds (gemäß § 284 KAGB) in Fondskonstruktionen**

**Keine „run“-Gefahr:** Das Kernargument zur Begrenzung von offenen Spezial-AIF nach §§ 282 und 284 KAGB im OGAW-V-UmsG-Entwurf ist die Illiquidität von Krediten als Vermögensgegenstände in einem offenen Fonds und die daraus resultierende „run“-Gefahr sowie die damit verbundenen Risiken für die Finanzmarktstabilität (siehe Begründung zu den Nrn. 66 und 67 auf S. 73 des OGAW-V-UmsG-Entwurfs). Unserer Meinung nach ist diese Argumentation für den Publikumsfondsbereich grundsätzlich nachvollziehbar. Im Spezialfondsbereich, und insbesondere bei Spezialfonds mit **Dachfonds- / Zielfondskonstruktionen, ist jedoch die „run“-Gefahr nicht gegeben, da es bei Spezialfonds im Regelfall nur einen Anleger bzw. wenige Anleger mit weitgehend „homogenen“ Anlagezielen gibt (anstatt der Vielzahl von anonymen Anlegern im Publikumsfondsbereich). Zudem erfolgt eine sehr enge Abstimmung zwischen Anleger und KVG, wodurch die Problematik eines „run“ als Massenphänomen ausgeschlossen ist und ungeplante Mittelabzüge, die den Fonds zu Notverkäufen etc. zwingen würden, auch de facto auszuschließen sind.** Somit ist ein Spezialfonds in wirtschaftlicher Sicht sozusagen der „verlängerte Arm“ der Altersversorgungseinrichtung und Mittel deren *individueller* Kapitalbündelung aufgrund der vielen Vorteile einer solchen Konstruktion (effiziente und transparente Verwaltung und Bündelung, einheitliches Reporting, spezialisierte Fondsmanager in jeweiliger Assetklasse bzw. Segment, etc.; siehe hierzu auch den folgenden Argumentationspunkt) und nicht Instrumente der *kollektiven* Kapitalsammlung und -anlage.

**Dachfonds-Zielfonds- und Masterfondsstrukturen erleichtern effiziente, kostengünstigere und transparente Durchführung der Investition in verschiedene Assetklassen erheblich – Vorteile auch in vollem Umfang für Investition in unverbriefte Darlehen ermöglichen:** Bestehende Dachfonds- und Masterfondslösungen sind als Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen nach § 284 KAGB aufgelegt. Sie sind etablierte, transparente und kosteneffiziente Anlagevehikel, die eine große Bedeutung als Poolingvehikel sowie zur Beimischung und Diversifikation besitzen, gerade weil neben OGAW-Anlagen (bspw. Aktien, Renten) insbesondere Investitionen in Immobilien, Beteiligungen, Rohstoffe und in unverbriefte Darlehensforderungen möglich sind. Unter dem Dach eines einzigen Fonds kann somit in verschiedene Assetklassen bzw. Zielfonds mit verschiedenen Managern und Strategien investiert werden – die Verwaltung und das Reporting erfolgt jedoch aus einer Hand über eine (Master-)KVG für die gesamten abgebildeten Kapitalanlagen. Dies erleichtert das Risikomanagement unserer Einrichtungen erheblich und stellt somit einen großen Vorteil von Dachfonds- und Masterfondslösungen dar. Nicht zuletzt ist die Bilanzierung als einheitlicher Vermögensgegenstand gegeben, was für unsere Versorgungseinrichtungen als sehr langfristig orientierte Anleger eine große Bedeutung besitzt, da kurzfristige Wertschwankungen sich bilanziell nicht zu sehr auswirken. **Entscheidend ist hierbei, dass die Steuerung des Risikos und der Liquidität der Kapitalanlagen somit wesentlich auf Ebene des Dach- bzw. Masterfonds und nicht auf Ebene der Zielfonds erfolgt. Auch die Rückgabe der Anteile der Versorgungseinrichtungen erfolgt auf Ebene der Dachfonds und nicht**

**auf Ebene der Zielfonds. Daher muss – wirtschaftlich gesehen – auf der Dachfondsebene und nicht auf der Zielfondsebene die Liquidität gegeben und die Mischung zu beachten sein. Aus diesen Gründen sollte unserer Meinung nach die geplante 50%-Grenze für unverbriefte Darlehen auf Ebene des Dach- und Masterfonds einzuhalten sein - der Zielfonds, der in unverbriefte Darlehen investiert, sollte jedoch keiner 50%-Begrenzung unterliegen, um eine effizientere und spezialisierte Investition in Darlehen nicht nur als Beimischung zu ermöglichen** (d.h. ein Fondsmanager nur für einen Zielfonds, der in Darlehen investiert). Dies sollte in Form des offenen Spezial-AIF gemäß § 284 KAGB erfolgen, um im Rahmen der Anlageverordnung grundsätzlich eine Zuordnung zur neuen 5%-Quote für Darlehen zu ermöglichen und um eine Zuordnung zur neuen 7,5% Alternativ-Quote sowie eine Anrechnung auf die Risikokapitalquote zu vermeiden.

#### **50%-Grenze gilt nur für inländische Fondsbranche und würde andere Fondsstandorte stärken**

Ohne eine ergänzende Ausnahme der geplanten Neuregelung zumindest für Dachfonds-Zielfondsstrukturen bestünde **für deutsche Spezial-AIF nach § 284 KAGB** - als Poolingvehikel institutioneller Anleger – **ein Anreiz, in ausländische Darlehens-Zielfonds zu investieren**, für die eine solche investmentrechtliche 50%-Grenze nicht gilt und somit eine Spezialisierung möglich ist. Insofern ist nämlich insbesondere zu berücksichtigen, dass ein offener inländischer (Master-) Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen als Dachfonds investmentrechtlich die Möglichkeit hat - prinzipiell unbeschränkt - in Anteile an offenen inländischen und ausländischen Investmentvermögen als Zielfonds zu investieren (vgl. § 284 Abs. 2 Nr. 2 g) KAGB). D.h. die Anwendbarkeit der geplanten 50%-Darlehensgrenze auch auf Ebene eines inländischen Spezial-AIF gemäß § 284 KAGB, der als Zielfonds fungiert, könnte zu einer erheblichen Benachteiligung bzw. Diskriminierung deutscher Fonds führen und den Fondsstandort Deutschland schwächen.

**Altersversorgungseinrichtungen besonders geeignet für Investitionen in langfristige und illiquide Vermögensgegenstände:** Altersversorgungseinrichtungen haben aufgrund der besonders langlaufenden und stabilen Verpflichtungsseite (kein Einlagengeschäft, keine Stornogefahr, daher auch in „Krisenzeiten“ kein kurzfristiger Kapitalabfluss möglich) einen sehr langen Kapitalanlagehorizont. Dies ist sozialpolitisch so beabsichtigt. Sie sind daher in besonderem Maße geeignet, im Rahmen einer ausgewogen gestreuten Kapitalanlage in illiquide Vermögensgegenstände zu investieren, ohne diese kurzfristig liquidieren zu müssen. Hinzukommen die Überlegungen zur Steuerung der Liquidität des Portfolios auf Dach- und Masterfondsebene, die zuvor bereits ausgeführt wurden.

**Vereinfachung von Anlagemöglichkeiten für VAG-Anleger in unverbriefte Darlehensforderungen, die derzeit möglich, aber umständlicher und teurer sind:** Die Investition in unverbriefte Darlehensforderungen zur Diversifikation und Beimischung in einem ausgewogenen Portfolio im Rahmen eines Masterfonds lassen sich effizienter und transparenter in einem reinen Darlehensfonds mit spezialisiertem Fondsmanager umsetzen, als wenn bei einer gewünschten Ziel-Allokation in Darlehen dieselbe absolute Investitionssumme auf mehrere Segmentfonds verteilt werden muss, die jeweils die 30%-Grenze (für VAG-Anleger) bzw. die neu geplante 50%-Grenze gemäß KAGB einhalten (so, wie derzeit ggfs. erforderlich). Dies führt nur zu höheren Kosten und Verwaltungsaufwand, obwohl auf der letztlich relevanten Ebene des Masterfonds die wirtschaftliche Situation und der Anteil an illiquiden Assets unverändert sind.

Für Rückfragen sowie eine vertiefende Diskussion stehen wir Ihnen selbstverständlich jederzeit gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Klaus Stiefermann  
Geschäftsführer

Dr. Ulrich Krüger  
Geschäftsführer

Klaus Stürmer  
Hauptgeschäftsführer

aba – Arbeitsgemeinschaft  
betriebliche Altersversorgung e. V.

ABV – Arbeitsgemeinschaft  
berufsständischer  
Versorgungseinrichtungen e. V.

AKA – Arbeitsgemeinschaft kommunale  
und kirchliche Altersversorgung e.V.