

Vorschläge für gesetzliche Änderungen zur weiteren Förderung des deutschen Fondsstandortes (Stand: 09.01.2024)

A. Ausgangslage

Mit dem 2021 verabschiedeten Fondsstandortgesetz (FoStoG) wurden Impulse zur Belebung des deutschen Fondsstandortes gesetzt. Nur beispielhaft zu nennen ist die Einführung des Infrastruktur-Sondervermögens, welches in der Praxis Anklang gefunden hat und in dessen Bereich bereits erste Produkte aufgelegt wurden. Auch die Einführung des geschlossenen Sondervermögens ist auf praktisches Interesse gestoßen. Verschiedene punktuelle Änderungen im KAGB haben zudem zu Vereinfachungen und Bürokratieabbau geführt.

Aktuell soll der Rahmen für Investitionen in Erneuerbare Energien durch Immobilien- und Infrastrukturfonds ausgebaut werden. Dadurch wird nicht nur sichergestellt, dass Sachwertefonds einen signifikanten Beitrag zur Energiewende leisten, sie stärken auch die Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Fondsstandortes.¹

Trotz dieser möglichen Maßnahmen sehen wir weiterhin Potenzial für weitere Änderungen der rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen für den deutschen Fondsektor. Dies gilt umso mehr, als dass privaten Investitionen angesichts fehlender Milliarden im Staatshaushalt seit kurzem eine noch größere Rolle zukommen und der Investitionsbedarf in den Bereichen Energiewende, Infrastruktur und Digitalisierung nach wie vor erheblich ist. Zugleich ist die Nachfrage nach stabilen und nachhaltigen Kapitalanlagen bei institutionellen und privaten Anlegern konstant hoch.

Vor diesem Hintergrund sollten weitere Maßnahmen ergriffen werden. Hierzu möchten wir nachfolgend Vorschläge unterbreiten.

B. Anwendung des geschlossenen Sondervermögens auf geschlossene Publikums-AIF

Durch das FoStoG wurde das geschlossene Sondervermögen (gSV) eingeführt. Die Anwendung wurde allerdings auf geschlossene Spezial-AIF begrenzt. Wir schlagen vor, gSV auch für geschlossene Publikums-AIF zugänglich zu machen.

1. Gründe für die Erweiterung auf geschlossene Publikum-AIF

Der Markt der geschlossenen Publikums-AIF ist seit Jahren rückläufig. Während das Fondsvolumen in 2012 noch 7,38 Mrd. Euro betrug, lag es in 2022 nur noch bei 1,26 Mrd. Euro.² Bei geschätzten über 3 Bio. Euro privaten Geldvermögen in

¹ Die Frage, ob und inwieweit der aufsichtsrechtliche und investmentsteuerrechtliche Rahmen für Investitionen in Erneuerbare Energien durch Immobilien- und Infrastrukturfonds erweitert werden sollte, wird angesichts der laufenden Diskussionen hierzu, nachfolgend nicht beleuchtet.

² Scope Analysis, Emissionsaktivitäten Geschlossene Publikums-AIF 2022; VGF Branchenzahlen 2012.

Form von Bargeld und sonstigen Sichteinlagen suchen Privatanleger zugleich händierend nach Anlagemöglichkeiten. Zwar ist die Verzinsung auf z.B. Tagesgeldkonten deutlich gestiegen, durch die hohe Inflation wird das Vermögen der privaten Haushalte allerdings weiterhin real entwertet. Durch das gSV würden die nötigen Impulse gesetzt werden, um das Publikumssegment wiederzubeleben und Privatanlegern neue Möglichkeiten für Investments in Immobilien- und Infrastruktur anbieten zu können.

Die Vorteile gegenüber den bisher zulässigen Rechtsformen für geschlossene Publikums-AIF (InvKG und -AG) liegen dabei vor allem im **Wegfall der gesellschaftsvertraglichen Regelwerke und des damit verknüpften Administrationsaufwands**. So können Konzeption, Verwaltung und Vertrieb schlanker, kostensparender und digitaler gestaltet werden. Ferner können Anteile an Sondervermögen – anders als KG-Anteile – als elektronische Wertpapiere digitalisiert und tokenisiert werden.³

Für die Ausdehnung des gSV auf Publikums-AIF spricht zudem die geänderte **Verordnung für europäische langfristige Investmentfonds (ELTIF-VO)**, die ab dem 10. Januar 2024 zur Anwendung kommen wird. Es zeichnet sich ab, dass die BaFin für ELTIFs, die stets als AIF aufzulegen sind, von einer flexiblen Anwendung der Rechtsformen des KAGB ausgehen wird. Bisher nur für Spezial-AIF zugängliche Rechtsformen wie das gSV oder auch die offene Investmentkommanditgesellschaft sollen demnach auch für die Auflage von ELTIFs genutzt werden können, die sich an Privatanleger richten.

Eine gesetzliche Erweiterung hätte in diesem Kontext einen klarstellenden Charakter und könnte für mehr Rechtssicherheit sorgen.

2. Vorschlag für einer Überarbeitung des § 139 KAGB:

Um die Rechtsform des geschlossenen Sondervermögens auch für Publikums-AIF zuzulassen, ist der *numerus clausus* für Rechtsformen in § 139 KAGB zu erweitern. § 139 KAGB ist wie folgt anzupassen:

§ 139 Rechtsform

¹Geschlossene inländische Investmentvermögen dürfen nur als Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital gemäß den Vorschriften des Unterabschnitts 2 ~~oder~~ als geschlossene Investmentkommanditgesellschaft gemäß den Vorschriften des Unterabschnitts 3 oder als Sondervermögen aufgelegt werden. ²~~Geschlossene inländische Spezial-AIF dürfen auch als Sondervermögen aufgelegt werden;~~ Für geschlossene inländische Investmentvermögen als Sondervermögen gelten die §§ 92 bis 97, 99 ~~bis 102, 104~~ bis 107 und 144 Satz 4, 5 Nummer 1 Buchstabe b und Nummer 2 entsprechend.

³ Durch das Gesetz zur Einführung elektronischer Wertpapiere (eWpG) wurden durch Anpassung des § 95 KAGB die rechtlichen Grundlagen für die Tokenisierung von Fondsanteilen geschaffen.

Erläuterung:

Durch die Erweiterung in Satz 1 wird die Auflegung eines geschlossenen inländischen Investmentvermögens als Sondervermögen insgesamt, d.h. auch in der Variante des geschlossenen Publikums-Sondervermögens ermöglicht. In S. 2 schlagen wir zudem eine generelle Streichung des Verweises auf § 103 KAGB vor, da das Erfordernis eines Halbjahresberichts geschlossenen AIF fremd ist und angesichts eines geringfügigen Transaktionsaufkommens sowie fehlender Rückgabemöglichkeiten – anders als bei offenen AIF – keinen Mehrwert bietet.

3. Geltung der Produktvorgaben, jedoch Anpassung des § 266 KAGB

Die Erweiterung des gSV auf geschlossene Publikums-AIF sollte unter der Prämisse erfolgen, dass die produktbezogenen Vorschriften der §§ 261 ff. KAGB für das gSV genauso gelten und es demgemäß keine Änderungen in diesem Abschnitt bedarf. Hiervon ausgenommen ist einzig die Vorschrift des § 266 KAGB, da diese eine Pflicht zur Erstellung von Anlagebedingungen bisher lediglich für die geschlossene InvKG bzw. InvAG vorsieht. § 266 KAGB ist daher wie folgt zu ergänzen:

§ 266 Anlagebedingungen

(1) Die Anlagebedingungen, nach denen sich

1. in Verbindung mit der Satzung der Publikumsinvestmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital das Rechtsverhältnis dieser Investmentaktiengesellschaft zu ihren Anlegern bestimmt oder
2. in Verbindung mit dem Gesellschaftsvertrag der geschlossenen Publikumsinvestmentkommanditgesellschaft das Rechtsverhältnis dieser Investmentkommanditgesellschaft zu ihren Anlegern bestimmt oder
3. **das vertragliche Rechtsverhältnis der AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft zu den Anlegern eines geschlossenen Publikums-Sondervermögens bestimmt,**

sind vor Ausgabe der Anteile oder Aktien in Textform festzuhalten.

Erläuterung:

Durch die Ergänzung der Nr. 3 in Absatz 1 des § 266 KAGB wird geregelt, dass auch für gSV, die als Publikums-AIF aufgelegt werden, Anlagebedingungen zu erstellen sind.

C. Möglichkeit zur Ausübung der investmentsteuerrechtlichen Transparenzoption für gSV als Spezial-AIF

Die mit dem FoStoG für geschlossene Spezial-AIF eingeführte Rechtsform des Sondervermögens wird in der Praxis bisher nur geringfügig genutzt. Dies liegt

maßgeblich daran, dass gSV anders als offene Spezial-AIF nicht die für Investoren attraktive steuerliche Transparenzoption ausüben können. Dies ist darauf zurückzuführen, dass gSV mangels Rückgaberechte nicht als Spezial-Investmentfonds i.S.d. § 26 InvStG eingestuft werden können („Kapitel-3-Fonds“).

Die derzeit für offene Spezial-AIF mögliche Qualifizierung als Spezial-Investmentfonds sollte auch für als geschlossene Spezial-AIF aufgelegte gSV in Betracht kommen können. Hierzu bedarf es einer **Ausnahme von der Voraussetzung des Rückgaberechts im Sinne des § 26 Nr. 2 InvStG**.

§ 26 InvStG sollte demnach durch einen Satz 2 wie folgt ergänzt werden:

§ 26 Anlagebestimmungen

1Ein 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: [...]

Nr. 2: Die Anleger können mindestens einmal pro Jahr das Recht zur Rückgabe oder Kündigung ihrer Anteile, Aktien oder Beteiligung ausüben...[...]

2Ein Investmentfonds in der Rechtsform des geschlossenen Sondervermögens ist von der Voraussetzung des Satzes 1 Nummer 2 ausgenommen.

D. Beteiligung über Treuhandkommanditisten bei geschlossenen Investmentkommanditgesellschaften auch für Spezial-AIF

Nach § 152 Abs. 1 Satz 2 KAGB ist für Anleger von Publikums-AIF in der Rechtsform der geschlossenen Investmentkommanditgesellschaft neben der unmittelbaren Beteiligung als Direktkommanditist auch die mittelbare Beteiligung über einen Treuhandkommanditisten möglich. Für professionelle und semi-professionelle Anleger, die sich an einem Spezial-AIF beteiligen möchten, ist hingegen nur die unmittelbare Beteiligung als Kommanditist vorgesehen.

Mit der mittelbaren Beteiligung wird dem praktischen Bedürfnis Rechnung getragen, Publikums-AIF mit einer Vielzahl von Anlegern die Möglichkeit zu geben, die kostenaufwändige Eintragung der Anleger im Handelsregister zu vermeiden.

Es ist nicht nachvollziehbar, warum Anlegern von Spezial-AIF eine mittelbare Beteiligungsform verwehrt wird. Auch wenn die Anzahl der Anleger bei Spezial-AIF zumeist deutlich geringer ist, kann auch hier die Zwischenschaltung eines Treuhandkommanditisten spürbar zu Vereinfachungen und Kosteneinsparungen führen. Für eine Anwendbarkeit auf geschlossene Spezial-Investmentkommanditgesellschaften spricht zudem, dass es institutionelle Anleger gibt, die ein Interesse daran haben anonym zu bleiben.

Die Beschränkung auf geschlossene Publikums-Investmentkommanditgesellschaften sollte daher aufgehoben und die Zwischenschaltung eines Treuhandkommanditisten auch für Spezial-Investmentkommanditgesellschaften ermöglicht werden.

Wir schlagen daher folgende Änderung des § 152 Abs. 1 KAGB vor.

*(1) Anleger dürfen sich an der geschlossenen Investmentkommanditgesellschaft ~~nur~~ unmittelbar als Kommanditisten **beteiligen. Abweichend von Satz 1 dürfen sich Anleger an der geschlossenen Publikumsinvestmentkommanditgesellschaft auch oder mittelbar über einen Kommanditisten (Treuhandkommanditisten) beteiligen.***

E. Änderungen in der Anlageverordnung (AnIV)

Mit der Anpassung des Investitionsrahmens im KAGB ist zuletzt und soll durch weitere Anpassungen der zunehmenden Bedeutung von Investitionen in Infrastruktur und Erneuerbare Energien Rechnung getragen werden (Einführung Infrastruktur-Sondervermögen durch das FoStoG, geplante Änderungen bzgl. Investitionen in Erneuerbare-Energie-Anlagen)). Zudem zeichnet sich ab, dass auch die überarbeitete ELTIF-VO einen Schub für Infrastruktur-Investitionen bedeuten dürfte.

Diese Veränderungen sollten auch in der für institutionelle Anleger relevanten Anlageverordnung (AnIV), die selbst seit 2017 nicht mehr überarbeitet wurde, nachvollzogen werden.

Daher schlagen wir die Einführung einer gesonderten Infrastrukturquote vor. Vorbild hierfür könnte ein entsprechender Erlass des Landes Nordrhein-Westfalen aus 2021 sein. Die Quote sollte der Höhe nach bei 10 Prozent liegen.

Alternativ wäre eine Regelungsänderung denkbar, durch die Infrastruktur-Investitionen auf die Immobilienquote i.H.v. 25 Prozent gem. § 2 Abs. 1 Nr. 14 i.V.m. § 3 Abs. 5 AnIV angerechnet werden dürften.

F. Eigenkapitalunterlegung für Immobilieninvestments durch Kreditinstitute

Im Rahmen der CRR-Novellierung sind Kreditinstitute für Anlagen in Immobilienfonds bereits mit Wirksamkeit der CRR II mit spürbar höheren Eigenkapitalanforderungen belastet worden. Unter dem CRR III-Regelwerk drohen neue Kapitalanforderungen für Anteile an Investmentfonds, die zu einer deutlich verschärften Eigenmittelunterlegung führen.

Seit Inkrafttreten der Regelungen des CRR II Regimes kommt überwiegend der Transparenzansatz für die Berechnung der Eigenmittelanforderungen für Kreditinstitute zur Anwendung. Dieser sieht eine Fondsdurchschau und eine Eigenmittelunterlegung nach Maßgabe der Fondsbestandteile vor; d.h. die indirekt über

den OGA erworbenen Positionen werden mit den direkten Positionen der Bank gleichgestellt.

Für Immobilienfonds ist bei der Durchschau wie folgt zu unterscheiden: Sind in dem Fonds **ausschließlich Immobilien** enthalten, wird das Risikogewicht von sonstige Positionen/Sachanlagen (100%) anzuwenden sein. Hält der Fonds die **Immobilien über eine Zweckgesellschaft** (SPV), so kommt das Risikogewicht für Beteiligungen (250%) zur Anwendung.

Eine Nutzung sogenannter Zweckgesellschaften ist für Immobilienfonds aus verschiedenen Gründen üblich. Diese Nutzung ist allerdings mit keinem erhöhten Risiko verbunden, so dass die pauschale Erhöhung des Risikogewichts unge-rechtfertigt ist. Denn bei Immobilienfonds werden die Immobilien in der Regel von Immobiliertöchtern des Fonds gehalten, an denen der Fonds zu 100% beteiligt ist. Das Hauptrisiko dieser Immobiliertöchter sind die zugrundeliegenden Immobilien. Auf diese Weise unterscheidet sich das Risiko nicht vom Eigentum an der Immobilie selbst, die als Vermögenswert ein Risikogewicht von 100 % erhalten würde.

Änderungsvorschlag: Die EK-Unterlegung sollte insbesondere vor dem Hintergrund steigender Zinsen für Anleihen und Pfandbriefe deutlich reduziert werden.

09/01/2024 FV/SLB