

## FSI Investment Management Newsletter 1/2015

### Aktuelle Entwicklungen in der Fondsindustrie



- 2 Auswirkungen der „neuen“ Anlageverordnung
- 7 Konsultation des Verwahrstellenrundschreibens
- 11 Verwahrung von AIF-Vermögensgegenständen durch die Verwahrstelle: Asset Segregation bei Unterverwahrung
- 14 Immobilienbewertung in offenen und geschlossenen Publikums-AIF – Unterschiede und Gemeinsamkeiten
- 16 BaFin-Veröffentlichungen zu Anlagebedingungen von geschlossenen Publikums-AIF: Musterkostenklauseln, Laufzeitverlängerung, Vorgaben für Blindpool-Konstruktionen
- 20 Pauschalbesteuerung nach § 6 InvStG für intransparente ausländische Investmentfonds verstößt gegen Kapitalverkehrsfreiheit

## Auswirkungen der „neuen“ Anlageverordnung

### 1. Einleitung

Mit Inkrafttreten des Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB) war es aufgrund des redaktionellen Änderungsbedarfs notwendig, auch eine Anpassung der Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen (Anlageverordnung – AnlV) vorzunehmen und hat dabei die Gelegenheit genutzt, auch inhaltliche Anpassungen vorzunehmen.

Am 25. Februar 2015 hat die Bundesregierung die Verordnung zur Änderung der Anlageverordnung und der fast gleichlautenden Pensionsfonds-Kapitalanlageverordnung beschlossen, die am 6. März im Bundesgesetzblatt veröffentlicht wurden und am 7. März in Kraft traten. Im Vergleich zum ursprünglich veröffentlichten und in der Branche stark diskutierten Referentenentwurf vom Mai 2014 enthält die finale Fassung der Anlageverordnung einige Verbesserungen.

Nachfolgend stellen wir Ihnen die wesentlichen Änderungen der verabschiedeten Anlageverordnung in komprimierter Form dar, soweit sie für Kapitalverwaltungsgesellschaften relevant sind. Dabei folgen wir dem Aufbau der Verordnung, die in § 2 die grundsätzliche Zulässigkeit von bestimmten Vermögensgegenständen bzw. deren Kategorien festlegt, in § 3 die Mischung, d.h. die Quoten, die die jeweilige Kategorie von Vermögensgegenständen am Sicherungsvermögen und dem gebundenen Vermögen ausmachen darf, und in § 4 die Streuung, d.h. den maximalen Anteil einer einzelnen Anlage bzw. eines einzelnen Schuldners oder Emittenten am Sicherungsvermögen/gebundenen Vermögen.

### 2. Neustrukturierung der Anlageklassen nach Anlageschwerpunkten

#### a. Anlagespektrum

In Hinblick auf die zulässigen Anlagegegenstände hat die novellierte Anlageverordnung eine Neuordnung des möglichen Anlagespektrums von Versicherungsunternehmen in Investmentvermögen vorgesehen. Bemerkenswert und rechtssystematisch bedenklich ist in diesem Zusammenhang, dass zahlreiche Regelungen und insbesondere Einschränkungen der Anlagemöglichkeiten nicht im Verordnungstext selbst, sondern in der Begründung dazu zu finden sind. Im Übrigen wird dort verschiedentlich auf das noch zu erlassende Rundschreiben der BaFin zu verschiedenen Themen (Aktualisierung des Rundschreibens 4/2011) verwiesen, für das aber bisher noch kein Entwurf vorliegt.

Bei den für die unmittelbare oder mittelbare Fondsanlage relevanten Änderungen handelt es sich im Wesentlichen um die folgenden Regelungen:

#### 1. Darlehen an öffentliche Schuldner (§ 2 Abs. 1 Nr. 3 AnlV)

Bei der Anlage in Darlehen an öffentliche Schuldner wurde die Anforderung an das Vorliegen eines Mindestrisikogewichtes nach den für die Ermittlung der Eigenkapitalanforderungen der Kreditinstitute maßgeblichen Vorschriften gestrichen. Stattdessen sollen die Versicherungen ihren Anlageentscheidungen eigene Ratings bzw. Kreditrisikobewertungen zugrunde legen. Einzelheiten hierzu sollen im angekündigten Rundschreiben der Aufsicht geregelt werden. Konsequenterweise heißt dies jedoch, dass etwa Griechenlandanleihen zwar grundsätzlich erworben werden dürfen, die Versicherungsunternehmen (oder die für sie anlegenden KVGen) aber über das eigene Rating die allgemeinen Erwerbsvoraussetzungen des § 54 Abs. 1 VAG, (Anlage bei möglichst großer Sicherheit und Rentabilität und jederzeitiger Liquidität) prüfen und nachweisen müssen. Dies könnte zur Folge haben, dass solche Anleihen unter dem neuen Regime nicht mehr erworben werden können.

#### 2. Darlehen an Unternehmen (§ 2 Abs. 1 Nr. 4 AnlV)

Darlehen dürfen gem. § 2 Abs. 1 Nr. 4 Buchst. c) AnlV nunmehr auch an Unternehmen ohne Beachtung der strengen Regelungen in § 2 Abs. 1 Nr. 4 Buchst. a) AnlV vergeben werden, solange das Unternehmen (ohne Kreditinstitute) seinen Sitz in einem Staat des EWR oder einem Vollmitgliedstaat der OECD hat, das Darlehen ausreichend dinglich oder schuldrechtlich gesichert ist und zumindest mit „speculative grade“ gerated wird. Damit sind auch Darlehen in Start-Ups und in Infrastrukturgesellschaften (und andere Projektgesellschaften) sowie Investitionen in High-Yield-Darlehen möglich. Zum Ausgleich für die damit verbundenen höheren Risiken ist für diese Anlagen eine Höchstquote von 5% (§ 3 Abs. 2 Nr. 3 AnlV) und die Einbeziehung in die Risikokapitalquote von 35% (§ 3 Abs. 3 AnlV) vorgese-

hen. Einerseits erfolgt durch die erweiterte Möglichkeit der Darlehensvergabe eine Ausweitung des Anlagespektrums, andererseits sind damit aber aller Voraussicht nach auch höhere Anforderungen an das Kreditrisikomanagement verbunden. Die Erfahrungen der Vergangenheit im Zusammenhang mit Hedgefonds haben gezeigt, dass es die Versicherungsunternehmen in der Vergangenheit nicht als lohnend empfunden haben, den für ein Investment in Hedgefonds notwendigen erhöhten Aufwand zu betreiben, da die damit erzielbare Quote an möglichen Investments mit 5% als zu gering erachtet wurde. Dies gilt erst recht vor dem Hintergrund, dass die AnIV künftig nur noch für kleinere Versicherungen oder (über die entsprechend ausgestaltete Verordnung) für Pensionsfonds gelten wird. Es mag aber auch sein, dass aufgrund der vorhandenen Darlehensexpertise eine Ausweitung auf den High-Yield-Bereich als weniger anspruchsvoll angesehen wird.

### *3. Beteiligungen (§ 2 Abs. 1 Nr. 13 AnIV)*

Die Erwerbsvoraussetzungen für Beteiligungen gemäß § 2 Abs. 1 Nr. 13 AnIV, d.h. unmittelbare oder mittelbare Investitionen in nicht börsennotierte Gesellschaften, die über ein Geschäftsmodell verfügen und unternehmerische Risiken eingehen, wurden neu gefasst. Die Beteiligung an operativ tätigen Unternehmen wurde um Beteiligungen an regulierten Private-Equity-Fonds (§ 2 Abs. 1 Nr. 13 Buchst. b AnIV-E) in Form von geschlossenen Alternativen Investmentfonds (AIF) mit entsprechenden Anlagen einschließlich europäischen Risikokapitalfonds und europäischen Fonds für soziales Unternehmertum erweitert. Diese konnten zuvor nur im Rahmen der Öffnungsklausel erworben werden. Erlaubt sind ausweislich der Begründung zur AnIV Investitionen der betreffenden geschlossenen AIF in das Eigenkapital nicht notierter Unternehmen, in eigenkapitalähnliche Instrumente (z.B. Nachrangdarlehen oder Genussrechte/Mezzanine Finanzinstrumente), aber auch andere Instrumente der Unternehmensfinanzierung, sofern diese einer eingehenden Due Diligence unterzogen und überwacht werden. Das reine unmittelbare oder mittelbare Halten von Darlehen (Buy and Hold) soll hingegen nicht zu den zulässigen Instrumenten zählen. Der Erwerb von Dach-Private-Equity-Fonds in entsprechende Zielfonds ist nicht reglementiert, d.h. die Zielfonds müssen nicht die Anforderungen von § 2 Abs. 1 Nr. 13 AnIV erfüllen. Um hier Umgehungen zu vermeiden, wird die BaFin über ein Rundschreiben nähere Anforderungen zu den Vermögensanlagen festlegen.

Im Vergleich zum Referentenentwurf der AnIV dürfen nicht nur Fonds von Kapitalverwaltungsgesellschaften mit einer Erlaubnis nach § 20 KAGB (oder einer vergleichbaren ausländischen Erlaubnis) erworben werden, sondern auch von nach § 44 KAGB registrierten Gesellschaften bzw. vergleichbare ausländische Gesellschaften (anders u.a. geschlossene Immobilien Publikums-AIF, s.u.) Zu den geschlossenen Fonds rechnet die Aufsicht alle Fonds, die nicht mindestens einmal jährlich gegen Auszahlung der Anteile zurückgegeben werden können. Damit folgt sie nicht der zwischenzeitlich vorgenommenen Änderung des KAGB hinsichtlich der Definition geschlossener Fonds, sondern stellt auf die ursprüngliche Gesetzesfassung ab.

Die zuvor im Rahmen der Beteiligungsanlage erwerbbar geschlossenen Immobilienfonds wurden nunmehr dem § 2 Abs. 1 Nr. 14 AnIV zugeschlagen, in dem alle Immobilien-Investments zusammengefasst werden. Hierdurch wird eine sehr viel klarere Struktur in der Verordnung geschaffen.

### *4. Immobilien (§ 2 Abs. 1 Nr. 14 AnIV)*

Die Immobilienanlagen wurden um den Erwerb von Anteilen oder Aktien an inländischen Spezial-AIF, die in Grundstücke, Erbbaurechte, Nießbrauchrechte an Grundstücken sowie in Immobiliengesellschaften investieren, erweitert. Wie bisher können geschlossene Publikums-AIF mit Immobilienschwerpunkt erworben werden, offene hingegen nicht. Voraussetzung ist, dass die Fonds von einer Gesellschaft mit Sitz im EWR verwaltet werden, die eine Erlaubnis nach § 20 KAGB hat oder über eine nach dem jeweiligen Recht vergleichbare Erlaubnis verfügt. Eine Registrierung nach § 44 KAGB reicht hierfür nicht aus.

Die in § 2 Abs. 1 Nr. 14 Buchst. c) AnIV geregelten offenen und geschlossenen AIF müssen direkt oder indirekt in die für Publikums-Immobilien-Sondervermögen typischen Vermögensgegenstände investieren. Die Verordnung nimmt jedoch nicht Stellung zu der Frage, in welchem Umfang der Fonds in die genannten Vermögensgegenstände investiert sein muss, um unter § 2 Abs. 1 Nr. 14 AnIV zu fallen. Dies ist deswegen von Bedeutung, weil die Fonds in Gänze in die je Grundstück/Fonds zählende Immobilienquote gem. § 4 Abs. 4 AnIV in Höhe von 10% einbezogen werden, d.h. der einzelne Fonds darf nicht mehr als 10% des Sicherungsvermögens und des sonstigen gebundenen Vermö-

gens ausmachen. Ansonsten müssen die Fonds im Gegensatz zu allen anderen Fondsanlagen z.B. in Bezug auf Ausstellergrenzen (§ 4 Abs. 1 AnIV) oder sonstige unzulässige Anlagen nicht transparent sein. Nach dem Sinn und Zweck der Vorschrift gehen wir aber davon aus, dass die BaFin im Rahmen ihres Rundschreibens nähere Bestimmungen zum Mindestvolumen der Immobilieninvestitionen in den Fonds treffen wird.

#### 5. OGAW

Die Erwerbbarkeit von OGAW wird gemäß der Neufassung jetzt unter § 2 Abs. 1 Nr. 15 AnIV-E geregelt. Zuvor waren unter dieser Nummer alle Investmentvermögen nach altem Recht mit Ausnahme von Altersvorsorge-Sondervermögen erfasst worden. Einschränkungen im Hinblick auf die Anlagen der OGAW wurden nicht vorgesehen, d.h. grundsätzlich sind damit auch komplexe Anlagestrategien („Newcits“) abbildbar.

#### 6. Spezialfonds mit festen Anlagebedingungen (§ 2 Abs. 1 Nr. 16 AnIV)

In § 2 Abs. 1 Nr. 16 AnIV werden nunmehr alle inländischen offenen Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen (ohne Immobilien-Fonds) erfasst. Diese Fonds entsprechen den bisher im InvG geregelten und für Versicherungen vollumfänglich zulässigen Spezialfonds. Sofern die Fonds in Zielfonds investieren, müssen diese ebenfalls die Erwerbsvoraussetzungen für die Versicherungsanlage erfüllen. Vergleichbare ausländische EU-AIF können ebenso von der Versicherung erworben werden, sofern die sie verwaltende Gesellschaft eine Erlaubnis hat, die der nach § 20 KAGB entspricht. In der Entwurfsfassung zur Verordnung durften hier nur Fonds erworben werden, die einen den OGAW vergleichbare Anlagepolitik aufweisen. Diese Vorschrift wurde auf Druck der Branche in der verabschiedeten Fassung fallengelassen. Alle Fonds nach Nr. 16 müssen jedoch transparent und hinreichend fungibel sein. Darüber hinaus ist damit zu rechnen, dass die Aufsicht in Fortsetzung ihrer bisherigen Verwaltungspraxis nähere Bestimmungen zu den erlaubten Anlagegegenständen der Spezial-AIF und zu beachtenden Anlagegrenzen erlassen wird.

#### 7. Alternative Anlagen (§ 2 Abs. 1 Nr. 17 AnIV)

§ 2 Abs. 1 Nr. 17 AnIV-E (sonstige Fonds) stellt für die Versicherungen eine Auffangregelung für den Erwerb solcher Fonds dar, die weder Publikums-Immobilien-Sondervermögen sind noch unter die anderen o.g. Regelungen zu subsumieren sind. Das heißt u.a., dass das bisher nur im Rundschreiben 4/2011 geregelte Verbot des Erwerbs offener Immobilien-Publikumssondervermögen nunmehr Gesetzeskraft erhält. Vor Inkrafttreten der Verordnung erworbene können aber behalten werden; sie werden den Immobilienanlagen zugeordnet.

Daneben fallen unter § 2 Abs. 1 Nr. 17 AnIV Spezialfonds, die keine festen Anlagebedingungen haben, sowie als offene Publikumsfonds Sonstige Sondervermögen, Dachhedgefonds, Gemischte Sondervermögen und aufgrund des Wegfalls entsprechender Einschränkungen nunmehr auch Altersvorsorge-Sondervermögen, wobei letztere nur eine geringe Bedeutung gewinnen dürften, weil sie nach neuem Recht nicht mehr aufgelegt werden dürfen. Fonds, die vollständig in unverbriefte Darlehensforderungen investieren, dürfen – einem Wunsch der Branche entsprechend – unter dem neuen Recht nun erworben werden. Aber auch geschlossene Fonds aller Art (ohne die in den Nummern 13 und 14 geregelten Private-Equity- und Immobilienfonds) sowie vergleichbare EU-Investmentvermögen gehören zu den zulässigen Investitionen. Voraussetzung für den Erwerb aller Fonds unter Nr. 17 ist wiederum, dass die Fonds von einer Gesellschaft verwaltet werden, die entweder eine Erlaubnis nach § 20 KAGB oder eine nach dem maßgeblichen Recht des EU-Sitzlandes vergleichbare Erlaubnis aufweist.

#### **b. Mischquoten und Steuerung (§§ 3 und 4 AnIV)**

Neben den Erwerbsvoraussetzungen wurden die quantitativen Beschränkungen (Mischung) redaktionell überarbeitet und teilweise materiell neu gefasst.

##### 1. Quote für Alternative Anlagen

Für alle Anlagen, die unter Nr. 17 fallen, gilt gem. § 3 Abs. 2 Nr. 2 AnIV eine neue Höchstquote von 7,5% des Sicherungsvermögens und des sonstigen gebundenen Vermögens (Quote für Alternative Anlagen), die die Einzelquoten für Hedgefonds und Rohstoffrisiken von jeweils 5% ablöst. Unter die neue Quote werden aber zusätzlich noch andere Hedgefonds- und Rohstoffrisiken gefasst (etwa über Zertifikate verbrieft) sowie, und das ist neu, Vermögensgegenstände, die über Fonds nach § 2 Abs. 1 Nr. 16 AnIV (Fonds mit festen Anlagebedingungen) gehalten werden und nicht den Nummern des Anlagekataloges zugeordnet werden können. Dies hat zur Folge, dass die

Kapitalverwaltungsgesellschaften, die Spezialfonds für Versicherungen verwalten, möglichst für Rechnung der Fonds keine Anlagen tätigen sollten, die aus Sicht einer Versicherung unzulässig sind. Sollte doch im Einzelfall eine solche Anlage im Fonds getätigt werden, muss sie in das Anlegerreporting mit aufgenommen und gekennzeichnet werden, um die Versicherung in die Lage zu versetzen, ihre Mischungsquoten auf Gesellschaftsebene zutreffend zu ermitteln. Fraglich könnte in diesem Zusammenhang beispielsweise sein, ob Derivate, die nicht der Absicherung dienen, durch einen Spezialfonds überhaupt noch erworben werden dürfen. Hier schafft die Begründung zur AnIV Klarheit, wonach Derivate nicht in die Quote für Alternative Anlagen einbezogen werden müssen, allerdings sind sie in der allgemeinen Risikokapitalquote zu berücksichtigen. Auf der anderen Seite können durch einen Spezialfonds mit festen Anlagebedingungen ohne Einschränkungen Darlehen mit „speculative grade“ erworben werden, die bei einer Direktanlage unter die Quote für Alternative Investments zu rechnen wären.

Als Verschärfung im Vergleich zum alten Recht ist sicherlich zu werten, dass Sonstige und Gemischte Publikums-Sondervermögen, die nach altem Recht ohne Einschränkungen erworben werden durften, nunmehr auch in die Quote für Alternative Anlagen einzubeziehen sind. Auch Infrastrukturfonds fallen unter die o.g. Quote, sodass deren Erwerb entgegen der Absicht des Gesetzgebers, Infrastrukturinvestments zu erleichtern, nur sehr eingeschränkt möglich sein dürfte.

Unklar ist ferner, was unter Hedgefondsrisiken zu verstehen ist, weil der Gesetzgeber im Unterschied zum bisherigen Recht keine Definition etwa über einen Verweis in § 283 KAGB vorgesehen hat. Es dürfte damit auch hier der BaFin überlassen bleiben, durch ihr künftiges Rundschreiben für Klarheit zu sorgen.

## *2. Risikokapitalquote*

In die oben bereits erwähnte Risikokapitalquote gem. § 3 Abs. 3 AnIV in Höhe von 35% fallen direkte und indirekte Anlagen nach § 2 Abs. 1 Nr. 9, 12 und 13, d.h. Nachrangdarlehen, Aktien und Private-Equity-Fonds. Außerdem werden durch die Quote Anlagen in Alternative Anlagen (Nr. 17) sowie in Darlehen nach § 2 Abs. 1 Nr. 4 Buchst. c) (gesicherte Darlehen mit geringeren Bonitätsanforderungen) erfasst. Innerhalb der Risikokapitalquote dürfen nicht börsengehandelte Nachrangdarlehen und Fonds nicht mehr als 15% des Sicherungsvermögens und des sonstigen gebundenen Vermögens ausmachen.

Bei Fonds, die durch den Einsatz von Derivaten mehr als das Einfache des Marktrisikopotentials aufweisen, ist darüber hinaus das erhöhte Marktrisikopotential auf die Risikokapitalquote anzurechnen. Dies gilt aber nur für OGAW und Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen. Für Fonds, die unter Nr. 13 und Nr. 17 fallen, ist die Vorschrift nicht relevant, weil sie ohnehin zur Gänze in die Risikokapitalquote fallen. Allerdings gilt die Regelung auch nicht für Immobilienfonds, was wohl damit zu tun hat, dass bei den offenen und geschlossenen Immobilienfonds der Einsatz von Derivaten laut der Begründung zur AnIV ohnedies nur zu Absicherungszwecken erlaubt ist, so dass ein maßgeblicher Hebel damit nicht verbunden sein dürfte.

## *3. Immobilienquote*

Die Immobilienquote, die bei 25% geblieben ist, umfasst neben den bisher bereits erfassten direkten Anlagen in Immobilien, in REITS und in Immobilien-Beteiligungsgesellschaften, direkte und indirekte Darlehen an letztere auch die über qualifizierte Sondervermögen und Investmentgesellschaften gehaltenen Immobilien. Die möglichen Investmentvermögen sind jedoch nunmehr näher in den Nummern 14 c) (Immobilienfonds) und 16 (offene Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen) definiert, wobei die offenen Spezial-AIF außerdem die Anforderungen an Immobilienfonds gem. Nr. 14 c) erfüllen müssen (u.a. Sitz der voll lizenzierten Verwaltungsgesellschaft im EWR). Hierunter fallen z.B. auch Immobiliendachfonds, sofern die Zielfonds die Anforderungen von § 2 Abs. 1 Nr. 14 Buchst. c) AnIV erfüllen. Andere als die in § 2 Abs. 1 Nr. 4 Buchst. b) AnIV genannte Darlehen (an Immobilien-Beteiligungsgesellschaften) werden auch dann nicht in die Immobilienquote einbezogen, wenn sie überwiegend Immobilienrisiken repräsentieren.

## *4. Streuung*

Die schuldnerbezogene Beschränkung (Streuung) von 5% des gebundenen Vermögens je Aussteller/Schuldner bleibt auch nach neuem Recht in § 4 Abs. 1 AnIV erhalten. Auf diese und die weiteren in § 4 AnIV genannten Quoten sind

die Anlagen der zehn größten Aussteller, die über offene Investmentvermögen (ohne Immobilienfonds) gehalten werden, anzurechnen. Die Beschränkung der Anlage in Höhe von 1% bei demselben Unternehmen nach § 4 Abs. 4 AnlV wurde um die Anlage an Private-Equity-Fonds und anderen geschlossenen Investmentvermögen gemäß § 2 Abs. 1 Nr. 17 AnlV-E erweitert. Sofern Zielfonds gehalten werden, sind die Anforderungen durchzurechnen. Immobilienfonds bleiben von der Verpflichtung ausgenommen.

### **c. Bestandschutz**

Im Rahmen der Übergangsvorschriften wurde für Publikums-Immobiliensondervermögen sowie für Anteile an vergleichbaren ausländischen Investmentvermögen, die vor dem 8. April 2011 erworben wurden, aber auch für Private-Equity-Fonds, die nicht den neuen Anforderungen genügen, ein Bestandschutz vorgesehen. Mit Überarbeitung des Referentenentwurfs wurde die Einordnung von offenen Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen gemäß der gängigen Praxis beibehalten, so dass in der finalen Fassung der AnlV auf eine Übergangsregelung für offene Spezial-AIF verzichtet werden konnte.

### **3. Fazit**

Im Vergleich zum Referentenentwurf weist die verabschiedete Anlageverordnung weitreichende Erleichterungen auf.

Es ist von deutlichen Auswirkungen einerseits auf Seiten der Versicherungsunternehmen sowie der Anlage des gebundenen Vermögens und andererseits bei den Entwicklern von Kapitalanlageprodukten auszugehen. Kapitalverwaltungsgesellschaften werden aufgefordert, ihre Kapitalanlageprodukte vermehrt auf die Bedürfnisse und Anlagerestriktionen der Versicherungsunternehmen/Investoren zuzuschneiden. Zudem wird eine Ausweitung der Überwachung der Investments und des Reportings aufgrund der Transparenzpflicht zu erwarten sein. Ein Bestandschutz für bereits erworbene Investments erfolgt lediglich in sehr begrenztem Umfang.

Es ist zu begrüßen, dass die finale Fassung der Verordnung im Vergleich zum Referentenentwurf die Frage der Erwerbbarkeit bezüglich Anlageprodukte einer registrierungspflichtigen Kapitalverwaltungsgesellschaft aufgreift, allerdings wurde diese auf die bisher nicht so häufig im Anlageuniversum vorzufindenden Private-Equity-Fonds beschränkt. Für alle anderen Fonds ist eine Volllizenzierung der sie verwaltenden Kapitalverwaltungsgesellschaft gem. § 20 KAGB oder vergleichbaren ausländischen Normen notwendig. Die führt zu einer deutlichen Einschränkung des Anlageuniversums von Versicherungsunternehmen.

Die Klarstellung der Erwerbbarkeit von geschlossen Immobilien-Spezial-AIF sowie die Konkretisierungen von offenen Spezial AIF mit festgelegten Anlagebedingungen ist zu begrüßen. Für Fonds stellt allerdings der Sitz der Kapitalverwaltungsgesellschaft im EWR-Raum ein notwendiges Kriterium dar. Drittstaaten-Fonds werden im Gegensatz zu Direktanlagen nicht zugelassen.

In Bezug auf die neuen Anlageklassen und das noch durch die BaFin zu veröffentlichende Kapitalanlagerundschreiben bleibt insbesondere die Frage spannend, welche ggf. zusätzlichen Anforderungen z.B. in Bezug auf das Kreditrisikomanagement oder auf die näheren Anforderungen an Immobilienfonds zu erfüllen sind bzw. wie die BaFin auslegungsbedürftige Sachverhalte konkretisiert.

Für den Kreis der kleinen Versicherungsunternehmen, deren jährlich verbuchten Bruttoprämieneinnahmen kleiner als EUR 5 Mio. sind, oder wenn deren nach Solvency II-Anforderungen berechnete versicherungstechnische Brutorückstellungen nicht mehr als 25 Mio. Euro betragen, wird hinsichtlich ihrer Anlage des gebundenen Vermögens nach heutigem Stand die Anlageverordnung weiterhin zu beachten sein.

Für große Versicherungsunternehmen wird die neue Anlageverordnung lediglich eine Übergangsregelung darstellen, da mit Inkrafttreten der Solvency II-Anforderungen diese nicht mehr dem Regime der neuen AnlV unterworfen werden, sondern im Wesentlichen nur noch den Grundsatz der unternehmerischen Vorsicht zu beachten haben.

## Konsultation des Verwahrstellenrundschreibens

### 1. Vorbemerkung

Am 13. Februar 2015 hat die BaFin die langerwartete Konsultation zum Verwahrstellenrundschreiben auf ihrer Internetseite veröffentlicht. Frist für die Abgabe von Stellungnahmen ist der 27. März 2015. Damit nähert sich ein Prozess dem (vorläufigen) Ende, der im November 2013 mit den ersten Diskussionen zur Anpassung des Depotbankrundschreibens an die Neuregelungen des KAGB begann. Künftige Änderungen des Rundschreibens sind bereits absehbar, da die Umsetzung der novellierten Investmentrichtlinie (UCITS V) zu Änderungen der Verwahrstellenfunktion führen wird, die Auswirkungen auf die im Rundschreiben beschriebene Verwaltungspraxis der BaFin haben werden.

Nachfolgend sollen die wesentlichen Punkte dargestellt werden, in denen sich der zur Konsultation gestellte Entwurf von der zuletzt diskutierten Fassung im April 2014 unterscheidet.

Hierbei beleuchten wir die geänderten Regelungen zur Erfahrung der Geschäftsleiter, zum Look-Through-Ansatz bei Objektgesellschaften, zur Verwahrung von Zielfondsanteilen und zur Unterverwahrung von Vermögensgegenständen, zur Kontrolle von Zahlungsströmen und Anlagegrenzen nebst Prüfung der Marktrisikogrenze, zu den Prüfungsmodellen bei der Überwachung von Anteilpreisen und Anlagegrenzen sowie zu einzelnen Detailfragestellungen im Zusammenhang mit kontrollpflichtigen Sachverhalten.

### 2. Erfahrung der Geschäftsleiter

Die BaFin präzisiert nunmehr im Konsultationsentwurf die bei der Bestellung einer Verwahrstelle notwendige besondere fachliche Eignung der Geschäftsleiter für die Verwahrstellenfunktion. Danach sollten einschlägige juristische und wirtschaftliche Fachkenntnisse hinsichtlich der Vermögensgegenstände, die für die Fonds erworben werden sollen, und hinsichtlich der rechtlichen und tatsächlichen Verhältnisse der Belegenheitsländer vorliegen.

### 3. Objektgesellschaften

Für die Nutzung von Objektgesellschaften durch die KVG hat die BaFin klargestellt, dass sich der „Look-Through-Ansatz“ nur auf die Verwahrpflichten der Verwahrstelle bezieht. Insofern sind die Verwahrpflichten der Art. 89 Abs. 3 und Art. 90 Abs. 5 der Level-2-Verordnung für direkte und indirekte Investitionsstrukturen anzuwenden. Von dem „Look-Through-Ansatz“ ausgenommen ist hingegen die Kontrolle der Zahlungsströme. Damit greift die BaFin eine entsprechende Äußerung der ESMA aus dem FAQ „Application of the AIFMD“ (Frage Nr. 1 im Kapitel „Depositories“ vom 24.7.2014) auf.

### 4. Verwahrung

#### a. Verwahrung von Zielfondsanteilen

Verwahrfähige Finanzinstrumente sind stets durch die Verwahrstelle zu verwahren. Lange Zeit war unklar, wie Anteile an ausländischen Zielinvestmentvermögen zu behandeln sind, die nur über ein vom Emittenten oder einer beauftragten Stelle geführtes Register einem Eigentümer zugeordnet werden. In diesen Fällen wird der tatsächliche Eigentümer (der Dachfonds) oder die für ihn handelnde KVG in das Register eingetragen. Hierzu führt die BaFin aus, dass in den Fällen, in denen die unmittelbare Registrierung nach dem Heimatrecht des Zielfonds die einzige Verwahrmöglichkeit darstellt, die Anteile für die Verwahrstelle nicht verwahrfähig sind. Nicht verwahrfähige Vermögensgegenstände, zu denen die o.g. Anteile oder Derivate zählen, sind in einem stets aktuell zu haltenden Bestandsverzeichnis zu führen.

#### b. Unterverwahrung

In der Entwurfsfassung hatte die BaFin noch die derzeitige in Deutschland gebräuchliche Praxis der Verwahrung von Kundenbeständen in Depots B getrennt von den Eigenbeständen des Hinterlegers und den Eigenbeständen des Unterverwahrers unter bestimmten Voraussetzungen und unter dem Vorbehalt keiner abweichenden ESMA-Interpretation von Art. 99 der Level-2-Verordnung vorsichtig für möglich gehalten. Um Art. 99 gerecht zu werden, musste in diesen Fällen in der Buchhaltung die Zuordnung der Vermögensgegenstände jederzeit eindeutig dokumentiert sein. Außerdem durften sich durch diese Art der Verwahrung keine zusätzlichen Verwahrisiken nach der maßgeblichen Rechtsordnung des Sitzlandes der Lagerstelle ergeben. Nunmehr hat die BaFin an dieser Stelle einen Platzhalter eingefügt, wonach das Rundschreiben nach Veröffentlichung der endgültigen ESMA-Leitlinien im zweiten Quartal dies-

bezüglich zu überarbeiten ist. Zu den möglichen Optionen für die Verwahrung, die durch die ESMA in ihrem Entwurf vorgestellt wurden, verweisen wir auf den Artikel „Verwahrung von AIF“ in diesem Newsletter.

## **5. Überwachung der Zahlungsströme und Kontrolle der Anlagegrenzen**

### ***a. Zahlungsströme und Zeitpunkt der Kontrolle***

Der Entwurf enthält nunmehr hinsichtlich der Kontrolle der Zahlungsströme den klarstellenden Hinweis, dass die Verwahrstelle an jedem Geschäftstag die Zahlungsströme des vorangegangenen Geschäftstages ermitteln muss, die mit den gesetzlichen und vertraglichen Vorgaben für den AIF unvereinbar sein könnten. Hierbei kann sie sich u.E. auf solche Zahlungsströme beschränken, die einem maßgeblichen Risiko unterliegen, d.h. die zum Beispiel oberhalb festzulegender angemessener Schwellenwerte liegen oder aus bestimmten Quellen kommen.

Die Möglichkeit der ex-post-Kontrolle der Zahlungsströme besteht aber nur, soweit die Verwahrstelle im Rahmen der Abwicklung von Transaktionen und anderen Zahlungsvorgängen nicht Weisungen der KAG ausführt. Es gilt nämlich weiterhin der Grundsatz, dass Weisungen nur ausgeführt werden dürfen, sofern sie mit dem Gesetz und den Anlagebedingungen in Einklang stehen (§§ 76 Abs. 2/83 Abs. 5 KAGB). Zu dem Zeitpunkt der Durchführung der dementsprechend von der Verwahrstelle vorzunehmenden Rechtmäßigkeitskontrolle nimmt die BaFin im Abschnitt „Kontrolle der Anlagegrenzen“ Stellung. Danach ist in diesem Fall grundsätzlich die Kontrolle ex-ante durchzuführen, und eine Weisung, die gegen Gesetz oder Anlagebedingungen verstößt, darf nicht ausgeführt werden bzw. muss abgebrochen werden. Eine ex-post-Kontrolle reicht aber in den Fällen aus, in denen die vorherige Kontrolle aufgrund der Marktbedingungen unmöglich wäre (etwa bei Wertpapiergeschäften, die ohne Eingriff der Verwahrstelle maschinell abgewickelt werden) oder wenn eine Verzögerung des Transaktionsverlaufs den Anlegerinteressen widerspricht. Aber auch bei einer nachträglichen Kontrolle ist bei Verstößen die Einleitung eines Eskalationsverfahrens obligatorisch.

Das Grundprinzip der ex-ante-Kontrolle kann bei AIF ggf. durch Beauftragung einer Verwahrstelle umgangen werden, die mangels eigener Konto-/Depotführung keine oder nur eingeschränkt Weisungen der KVG ausführt. In diesem Fall erfolgt die Überprüfung der Transaktionen ex post anhand der von der Verwahrstelle identifizierten Cash-Flows und der von der KVG vorgelegten Nachweise zur Überprüfung der Eigentumsverhältnisse.

### ***b. Prüfung der Marktrisikogrenze***

Die BaFin hatte im Depotbankrundsreiben die Rechtmäßigkeitskontrolle einem Aufwand/Nutzen-Verhältnis unterworfen. Diese hatte zur Folge, dass die Marktrisikogrenze (200%-Grenze) durch die BaFin nicht mehr als Anlagegrenze interpretiert wurde; in diesem Rahmen konnte die Verwahrstelle auf die Kontrolle der Risikomessung nach dem qualifizierten Ansatz verzichten. Dies ist nach den neuen gesetzlichen Vorschriften nicht mehr möglich, so dass die Verwahrstelle die Risikomessung anhand eines eigenen Modells oder mit dem Modell der KVG in angemessener Tiefe zu überprüfen hat.

## **6. Prüfungsmodelle**

### ***a. Allgemeine Vorgaben***

Ihren Ausführungen zu den Prüfungsmodellen hat die BaFin nunmehr allgemeine Vorgaben zur Durchführung der Anlagegrenzkontrollen vorangestellt. Danach weist sie auf die Regelung des Art. 95 lit. a der Level-2-Verordnung hin, wonach die Verfahren zur Anlagegrenzkontrolle der Art, dem Umfang und der Komplexität des AIF angemessen sein müssen. Insbesondere muss die Verwahrstelle selbst auf Basis der von der KVG vorgelegten notwendigen Daten angemessene Prüf- und Abgleichverfahren durchführen. Die BaFin erklärt ferner, dass die Verwahrstelle selbst oder mittels geeigneter unabhängiger Prüfer Kontrollen in den Geschäftsräumen und Systemen der KVG und ihren Auslagerungsunternehmen vornehmen muss. Diese Prüfungen waren bislang der Nutzung von Modell 1 vorbehalten und sind jetzt als generelle Anforderung aufgenommen worden.

### ***b. Modell 1***

Dem Verbot der Auslagerung von Kontrollen trug die BaFin im letzten Entwurf des Verwahrstellenrundsreibens dadurch Rechnung, dass die Nutzung der Systeme der KVG auf die Bereitstellung der technischen Plattform beschränkt werden sollte. Die Verwahrstelle sollte sodann dieses System selbst parametrisieren und testen und die Pflege der Daten mit derselben Sorgfalt vornehmen wie bei einem eigenen System. Dies hätte nicht dem derzeitigen



Aufsatz der Zusammenarbeit zwischen KVG und Verwahrstelle im Modell 1 entsprochen, wonach unter Berücksichtigung bestimmter Voraussetzungen für die Kontrollhandlungen der Verwahrstelle auf das Fondsbuchhaltungssystem der KVG zurückgegriffen werden konnte. Die o.g. Anforderung wurde im Konsultationsentwurf fallen gelassen. Für die Praxis bleibt daher offen, wie weit die Nutzung der Systeme der KVG tatsächlich gehen darf, ohne dass dadurch eine nach den §§ 73 Abs. 4 und 82 Abs. 4 KAGB verbotene Auslagerung verwirklicht wird.

### ***c. Kontrolle der Anteilwertermittlung***

Aufgrund des neuen gesetzlichen Auslagerungsverbotes von Kontrollhandlungen sieht die BaFin für die Kontrolle der Anteilwertberechnung nunmehr den Einsatz eines angemessenen alternativen Systems außerhalb der Fondsbuchhaltung der KVG oder eines angemessenen von der KVG unabhängigen Verfahrens vor. Auch hier wird zu prüfen sein, wie die Ausgestaltung der Anteilwertkontrollen unter möglicher Beibehaltung von Modell 1 für die Praxis umgesetzt werden kann. Hier wird wohl neben dem Depotbuchführungssystem verstärkt auf die eigene Bestandsführung für nicht verwahrfähige Vermögensgegenstände, wie Sachwerte, Derivate, Quellensteuern, Ansprüche, Zielfonds und Unternehmensbeteiligungen zurückgegriffen werden müssen.

## **7. Besondere kontrollpflichtige Sachverhalte**

Aufnahme von Krediten nach Maßgabe des § 254 KAGB Für die Prüfung der Vereinbarkeit einer Kreditaufnahme mit einer ordnungsgemäßen Wirtschaftsführung sieht die BaFin nunmehr vor, dass die Verwahrstelle die von der KVG diesbezüglich vorgelegte Prozessdokumentation plausibilisiert; eine eigenständige Würdigung anhand der tatsächlichen Auswirkungen der Kreditaufnahme auf die Wertentwicklung des Fonds ist nicht mehr vorgesehen. Dies ist von Vorteil, weil eine solche Würdigung praktisch eigentlich nur im Nachhinein erfolgen könnte, aber hinsichtlich der Anforderungen an die Kreditaufnahmen ex ante vorzunehmen ist. Auf der anderen Seite müssen die KVGen zu diesem Punkt nunmehr eine Prozessdokumentation vorbereiten und der Verwahrstelle zur Verfügung stellen, die in vielen Fällen bisher gar nicht vorliegt.

### ***a. Verfügung über Immobilien, die zu einem Immobilien-Sondervermögen gehören***

In diesen Abschnitt hat die BaFin den Hinweis aufgenommen, dass für einen geschlossenen Fonds § 260 KAGB (Veräußerungspreis darf nicht wesentlich unterhalb dem vom externen Bewerter festgestellten Wert liegen) zwar nicht gilt, aber gleichwohl die Einhaltung marktgerechter Preise im Vorhinein zu überprüfen sei.

### ***b. Kontrolle der Vergütung und des Aufwändungsersatzes***

Die Verwahrstelle darf der KVG Verwaltungsvergütungen und Aufwändungsersatz nur im gesetzlich und vertraglich zulässigen Rahmen auszahlen. Für den Fall, dass die Konten nicht bei der Verwahrstelle geführt werden, sieht das Rundschreiben nunmehr vor, dass mittels einer entsprechenden vertraglichen Vereinbarung sicherzustellen ist, dass das kontoführende Institut die Vergütung oder den Aufwändungsersatz nur mit Zustimmung der Verwahrstelle an die KVG auszahlt.

### ***c. Aufwändungsersatz/Transaktionskosten***

Im Zusammenhang mit der Geltendmachung von Aufwändungsersatz hat die Verwahrstelle die vorgelegten Rechnungen nicht nur auf rechnerische Richtigkeit zu überprüfen, sondern sie auch einer Plausibilitätskontrolle zu unterwerfen, die sich nach Möglichkeit auch auf die Marktgerechtigkeit der Kostenhöhe erstrecken soll. Hierzu zählen auch Transaktionskosten, worunter die BaFin u.a. Broker-, Liefer-, Fremdwährungs- oder Notarkosten zählt. Im alten Entwurf war noch eine zwingende Überprüfung der Marktgerechtigkeit der Transaktionskosten vorgesehen worden, wodurch überhöhten Abrechnungen entgegen gewirkt werden sollte. Diese Anforderung wurde durch die Neuregelung entschärft.

## **8. Fazit**

Insgesamt führen die vorgesehenen Anpassungen des Konsultationsentwurfs im Vergleich zum Diskussionsentwurf vom April einerseits zu Erleichterungen, etwa was die Prüfung von Transaktionskosten angeht oder die mögliche Beibehaltung von Modell 1 für die Anlagegrenzprüfung. Auf der anderen Seite wurden auch Verschärfungen eingebaut, so z.B. die nunmehr nicht mehr auf Modell 1 beschränkte Durchführung eigener Kontrollen in den Geschäftsräumen der KVG. Immerhin kommt die BaFin der Branche dahingehend entgegen, dass das Prüfungsmodell 1 weiterhin

zulässig sein soll, was zunächst aufgrund des gesetzlichen Verbotes, von der Verwahrstelle durchzuführende Kontrollen auf andere auszulagern, fraglich erschien. In diesem Zusammenhang ist in der Praxis noch zu klären, wie die weitere Ausgestaltung des Modells 1 fortentwickelt werden kann, etwa indem stärker danach differenziert wird, in welchen Bereichen die KVG innerhalb des Modelles technische und datenmäßige Zulieferungen vornimmt und wo die eigentlichen Kontrollen vorgenommen werden.

Es ist zu erwarten, dass innerhalb der Konsultationsfrist Stellungnahmen von Marktteilnehmern (insbesondere geschlossenen Fondsanbietern) eingehen werden, die durch die geforderte starke Einbindung der Verwahrstelle massive Auswirkungen auf ihre Geschäftstätigkeit befürchten und auf Änderungen im Hinblick auf eine Linderung des v.a. zeitlichen Kontrolldrucks (ex ante-Kontrollen) dringen werden. Offen ist weiterhin die Ausgestaltung der Unterwahrung der Vermögensgegenstände von AIF; des Weiteren werden Änderungen aufgrund der Umsetzung der UCITS V-Richtlinien notwendig. Der Entwurf in der vorliegenden Fassung ist daher keineswegs final, so dass eine enge Beobachtung der weiteren Entwicklung – wie bei allen regulatorischen Themen – notwendig bleibt.

## Verwahrung von AIF-Vermögensgegenständen durch die Verwahrstelle: Asset Segregation bei Unterverwahrung

Die aufgrund der Einführung des KAGB notwendig gewordene Aktualisierung des Depotbankrundschreibens war bereits im Herbst 2013 mit einem Entwurf der BaFin begonnen worden; ein zweiter Entwurf lag im April 2014 vor. Am 13. Februar 2015 wurde nun der Entwurf der nunmehr Verwahrstellenrundschriften genannten Verlautbarung durch die BaFin zur Konsultation gestellt. Die zeitliche Verzögerung ist dem Umstand geschuldet, dass in Bezug auf die Anforderungen an die (Unter)Verwahrung der Vermögensgegenstände immer noch keine endgültige Rechtssicherheit herbeigeführt werden konnte.

Hierbei geht es um die Umsetzung der Regelung aus Art 99 der europäischen Verordnung 231/2013 (EU) (delegierte Verordnung), wonach die Bestände von AIF bei der Unterverwahrung gesondert von anderen für Kunden gehaltenen Beständen zu verwahren sind („Asset Segregation“). D.h. durch Konten und Nachweise ist zu gewährleisten, dass die zu AIFs gehörenden Bestände jederzeit und ohne Verzögerung identifiziert werden können. Die Regelung zur Trennung von Vermögenswerten war bereits bei der Ausverhandlung der AIFMD lange Gegenstand kontroverser Diskussionen gewesen, die mit dazu beigetragen hatten, dass sich die Verabschiedung der Richtlinie länger hingezogen hatte als geplant. Um dennoch zu einem Abschluss zu kommen, hatte man seinerzeit die Ausarbeitung eines Kompromisses auf die Verhandlungen zu den delegierten Rechtsakten geschoben. Insbesondere Frankreich war angeblich sehr an der Regelung gelegen, mit der man den Insolvenzschutz zu verbessern hoffte.

Um verständlich zu machen, welche Konsequenzen die Regelung hat, soll kurz auf den geltenden Rahmen für die Verwahrung von Wertpapieren eingegangen werden: In Deutschland werden bei einer depotführenden Stelle je Hinterleger Depots für die Wertpapierbestände geführt. Diese repräsentieren grundsätzlich das Eigentum, das der Hinterleger an den in den Depots hinterlegten Beständen hat, zumindest sofern diese im Tresor der verwahrenden Bank (d.h. in Sonderverwahrung) oder in Girosammelverwahrung liegen. Das führt dazu, dass die Bestände im Fall der Insolvenz der depotführenden Bank nicht in die Insolvenzmasse fallen, sondern den Hinterlegern zugeordnet werden können. Nutzt die depotführende Stelle ihrerseits Lagerstellen, muss sie, um den insolvenzrechtlichen Schutz der hinterlegten Bestände zu erhalten, diese dort gesondert von ihren eigenen Beständen in sog. Depots B verwahren. In diesen für die hinterlegende Bank geführten Depots werden alle Kundenbestände der Bank zusammengefasst, d.h. eine weitergehende Segregierung nach den Endkunden ist nach deutschem Recht nicht notwendig. Um bei einer (Unter)Verwahrung im Ausland sicherzustellen, dass der Lagerstelle bekannt ist, dass die im Depot B verwahrten Bestände nicht der hinterlegenden Bank gehören, muss diese eine gesonderte Erklärung (sog. Drei-Punkte-Erklärung) unterzeichnen, wonach sie das fremde Eigentum zur Kenntnis nimmt; dies gilt grundsätzlich auch bei einer weiteren Unterverwahrung durch die Lagerstelle in Form einer Verwahrkette. Ob die gesonderte Verwahrung von Kundenbeständen in Omnibus-Depots gemeinsam mit der Erklärung nach dem Insolvenzrecht des betreffenden Lagerlandes jedoch ausreicht, um die betreffenden Bestände im Insolvenzfall aus der Insolvenzmasse auszusondern, hängt vom jeweiligen Einzelfall ab. Es gibt Länder, die eine Regelung getroffen haben, wonach der Endeigentümer bekannt sein muss, dem die Wertpapiere tatsächlich gehören. D.h. die zusammengefasste Verwahrung von Kundenbeständen reicht entweder gar nicht oder nur gemeinsam mit der Führung sonstiger Nachweise über die Endkunden aus, um die Bestände dem Hinterleger zurückgeben zu können.

Besondere Regelungen gelten im Rahmen typischer Prime Broker-Modelle, weil hierbei die hinterlegten Wertpapiere an den Prime Broker übereignet werden, damit dieser damit z.B. Wertpapierleihgeschäfte durchführen kann; in solchen Fällen verliert der Hinterleger das Eigentum und hat nur einen – regelmäßig unbesicherten – Anspruch gegen den Prime Broker. Für solche Fälle ist daher aufgrund des erhöhten Risikos zumindest das Einverständnis der Spezialfonds-Anleger einzuholen.

Ferner gelten andere Regelungen bei Verwahrung von Wertpapieren in „Wertpapierrechnung“ im Ausland, weil aufgrund anderer zivilrechtlicher Umstände den Hinterlegern kein Eigentum an den Wertpapieren verschafft werden kann, sondern entweder eigentumsähnliche Rechte oder evtl. nur rein schuldrechtliche Ansprüche – mit unterschiedlichen Konsequenzen im Insolvenzfall der Lagerstelle. Um den Schutz der Bestände zu gewährleisten, muss sich die Verwahrstelle demnach mit dem Insolvenzrecht des jeweiligen Lagerlandes auseinandersetzen; eben dies sieht die noch gültige Fassung des Depotbankrundschreibens auch vor.

Die nunmehr in der delegierten Verordnung festgeschriebene Regelung dürfte aus deutscher Sicht jedoch für keinen zusätzlichen Schutz sorgen, sondern nur zu erhöhtem Aufwand führen, da die Verwahrstellen neben den Depots A für die Eigenbestände und die Depots B für die Kundenbestände weitere Depots B für die für AIFs als Hinterleger gehaltenen Bestände eröffnen müssten. Sollte nach den Regelungen des Lagerlandes wie in Deutschland die Trennung von Eigen- und Kundenbestand für den Insolvenzschutz ausreichen, ist eine zusätzliche Trennung der AIF-Bestände von den anderen für Kunden gehaltenen Beständen nicht notwendig. Sofern nach den insolvenzrechtlichen Regelungen jedoch eine weitergehende Trennung nach Endkunden (d.h. nach der KVG oder gar jedem einzelnen AIF) notwendig sein sollte, reicht auch eine Sammelverwahrung für alle AIF gemeinsam nicht aus, die aber ausdrücklich bereits nach der Rahmenrichtlinie (vgl. z.B. Erwägungsgrund 40) vorgesehen ist. Lediglich aus Sicht solcher Mitgliedsstaaten, die möglicherweise bisher für die Nutzung von Lagerstellen im außereuropäischen Ausland in der Verwahrkette keine Trennung von Eigen- und Fremdbeständen vorgesehen hatten, kann die Regelung den Insolvenzschutz für die AIF erhöhen. Hierfür hätte aber die einfache Umsetzung der Regelung in Art 21 Abs. 11 Buchst.d) Ziffer iii) der Rahmenrichtlinie ausgereicht, der die konsequente Trennung von Eigen- und Kundenbeständen auch für die Unterverwahrung fordert. Die Regelung in Art 99 der delegierten Verordnung erhöht sogar c.p. das Verwahrerisiko, da durch das Führen zusätzlicher Depots (oder anderweitiger Nachweise) die operationellen Risiken steigen.

Die BaFin sah das ebenso und hatte demzufolge im Entwurf des Verwahrstellenrundschreibens das deutsche Modell (nebst zusätzlicher Dokumentation für AIF-Bestände) vorbehaltlich einer anderslautenden ESMA-Auslegung als zulässig angesehen. Um hier Rechtssicherheit zu erlangen, hatte die BaFin aber seinerzeit erklärt, dass eine entsprechende Abstimmung mit der ESMA herbeigeführt werden sollte.

Am 1. Dezember 2014 hat die ESMA ein Konsultationspapier veröffentlicht, das im Anschluss an die Konsultation in Leitlinien überführt werden soll; die Konsultationsfrist ging bis zum 30. Januar 2015. Dieses Papier beschäftigt sich mit den Anforderungen an die Trennung der Vermögenswerte auf Ebene des Unterverwahrers. Hierbei sieht die ESMA aufgrund des insoweit als eindeutig betrachteten Wortlauts von Art 99 der delegierten Verordnung nur zwei Modelle als zulässig an: Option 1 beschreibt die oben bereits erwähnte zusätzliche Eröffnung von Depots B für AIF-Bestände der Verwahrstelle bei ihren Lagerstellen. In diesen Lagerstellendepots können (wie sonst auch) die Bestände verschiedener AIFs, auch die von unterschiedlichen KVGen verwalteten AIFs, zusammengefasst werden. Option 2 geht noch weiter, indem eine Vermischung der Bestände verschiedener hinterlegender Verwahrstellen als zulässig angesehen wird, sofern das Omnibusdepot dann ausschließlich AIF-Bestände enthält. Dies würde die Abstimmung von Beständen (und ihre Zuordnung zu Hinterlegern im Insolvenzfall) erheblich erschweren, zusätzliche Verwahrerisiken im Vergleich zum Status Quo eröffnen und wäre aus deutscher Sicht möglicherweise sogar unzulässig. Sofern die ESMA daher keine Alternative zu den beiden o.g. Modellen zulässt, stellt Option 1 aus unserer Sicht das kleinere Übel dar.

Parallel zu der Entwicklung der o.a. Leitlinien wurde seitens ESMA auch an dem delegierten Rechtsakt zu „UCITS V“ gearbeitet. Zur Novellierung der Investmentrichtlinie nach „UCITS V“, die u.a. die Angleichung der entsprechenden Regelungen zu den Depotbanken an die AIFMD zum Ziel hat, hat die ESMA am 28. November 2014 ihren „final advice“ an die Kommission veröffentlicht, der damit die Grundlage für zu erlassende Level 2-Maßnahmen werden soll. Eine dem Art. 99 der AIFM-Level 2-VO vergleichbare Regelung findet sich darin nicht. Vielmehr wird zur Ausgestaltung der Anforderungen an die Verwahrung vor allem danach unterschieden, welchem Risiko der UCITS im Fall der Insolvenz der Lagerstelle ausgesetzt wird. Für Lagerstellen innerhalb der EU sieht der neu in die Investmentrichtlinie eingefügte Art. 22a Abs. 3 Buchst. d) vor, dass die Mitgliedsstaaten für die Insolvenzfestigkeit der UCITS-Bestände zu sorgen haben; dies dürfte über nationale Regelungen umzusetzen sein. Im Fall von Drittlandlagerstellen muss sich die Verwahrstelle mit dem dortigen Insolvenzrecht – inkl. der Einholung unabhängigen rechtlichen Rates – auseinandersetzen, grundsätzlich die Vermögenswerte der UCITS getrennt verwahren (ggf. gemeinsam mit anderen Kundenbeständen, aber getrennt von den Beständen der Verwahrstelle und der Lagerstelle selbst), und wo das entweder nicht oder aufgrund rechtlicher Entwicklungen nicht mehr ausreicht, um die Bestände zu schützen, unverzüglich die KVG informieren. Dies entspricht ungefähr dem aktuellen deutschen Recht (unter Berücksichtigung des noch gültigen Depotbankrundschreibens), auch wenn zusätzliche Prozesse durch die Verwahrstellen vorzusehen sind. Durch die Aufforderung an die Mitgliedsstaaten, die Insolvenzfestigkeit der Depotbestände sicherzustellen, wird im Vergleich zu der für AIFs gefundenen Regelung signifikant der Schutz der Vermögenswerte erhöht, wenngleich zu wünschen ist,

dass solche Regelungen in der Praxis im Rahmen der Umsetzung in den Mitgliedsstaaten nicht auf UCITS beschränkt werden, sondern möglichst alle Kundenbestände (inkl. AIFs) umfassen.

Während die AIFMD bzw. die delegierte Verordnung für die Verwahrung der Vermögenswerte durch Dritte noch keinen befriedigenden Ansatz bietet, hat sich das europäische Recht in Bezug auf richtlinienkonforme Fonds weiter entwickelt. Es bleibt daher zu hoffen, dass der hier gefundene Ansatz kurzfristig auch Anlass für eine Änderung der AIFM-Level 2-VO bietet.

Das zur Konsultation gestellte Verwahrstellenrundsreiben sieht für die Unterverwahrung keine eindeutige Regelung vor, sondern verweist diesbezüglich auf die ESMA-Konsultation. Aus der gewählten Formulierung lässt sich schließen, dass die BaFin den Ansatz, wonach die AIF-Bestände je hinterlegender Bank getrennt in Depots verwahrt werden, für wahrscheinlicher hält, aber auch das Alternativmodell der ESMA wird nicht ausgeschlossen. Zurzeit wird auf Ebene der ESMA basierend auf den eingereichten Stellungnahmen intensiv um eine Lösung gerungen, die auch weitere Ansätze, etwa solche, die dem derzeit in Deutschland praktizierten Modell entsprechen, einbezieht. Aus heutiger Sicht ist aber ein Szenario, das einem der beiden von der ESMA vorgestellten Optionen entspricht (mutmaßlich eher Option 1), am wahrscheinlichsten.

Für die Praxis bedeutet das, dass durch die Eröffnung zusätzlicher Depots in allen Ländern, in denen AIFs Bestände unterhalten, u.a. mit zusätzlichen Kosten zu rechnen ist. Daneben sind die Aktualisierung von Prozessen sowie die Anpassung der Verwahrstellenverträge notwendig. Soweit unter den neuen Regelungen ein Collateral Management bzw. das Prime Brokerage erschwert wird, müssen Alternativen gefunden oder Fondsstrategien umgestellt werden. Parallel ist jedoch durch die Investmentbranche zu beobachten, welche zusätzlichen Anforderungen an die Verwahrung von Wertpapieren sich durch die abweichenden Regelungen aus UCITS V nebst delegierter Verordnung sowie aus der Revision der Finanzmarktrichtlinie, MiFID II, sowie der Verordnung über die Zentralverwahrer, CSDR, ergeben. Hierbei mag es auch sinnvoll sein, diese Anforderungen im Rahmen der Umsetzungsprojekte bereits zu antizipieren, um Effizienzen im Projekt zu heben, zumindest soweit die entsprechenden Regelungen hinreichend stabil erscheinen.

Die Anforderungen an die Verwahrstellen, ihr Risikomanagement in Bezug auf die Verwahrrisiken und ihre Organisation und IT werden – letztlich als Konsequenz aus den im Rahmen der Finanzkrise gezogenen Lehren – signifikant steigen. Im margenschwachen Depotbankgeschäft kommt es daher nun darauf an, die Anforderungen möglichst effizient umzusetzen und im Übrigen in den anstehenden Preisdiskussionen mit den KVGen angemessene Beteiligungen der Fonds auszuhandeln. Die – hoffentlich – erhöhte Sicherheit kommt schließlich auch den Anlegern zugute.

## Immobilienbewertung in offenen und geschlossenen Publikums-AIF – Unterschiede und Gemeinsamkeiten

Die Erst- und Folgebewertung der Vermögensgegenstände von offenen und geschlossenen Publikums-AIF hat grundsätzlich gem. § 168 Abs. 1 KAGB zum **Verkehrswert** zu erfolgen. Verantwortlich für eine ordnungsgemäße Bewertung ist nach § 216 Abs. 7 KAGB die Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG).

Die **Erstbewertung** der Immobilien muss dabei sowohl bei offenen als auch bei geschlossenen Immobilien-AIF von einem externen Bewerter durchgeführt werden (vgl. §§ 231, 261 KAGB). Für Objekte, deren Wert 50 Mio. € übersteigt, ist die Bewertung von zwei voneinander unabhängigen externen Bewertern durchzuführen. Zu beachten ist dabei außerdem, dass diese(r) Bewerter nicht dieselben sein dürfen, die die jährlichen Folgebewertungen durchführen. Des Weiteren ist die Unabhängigkeit der Bewerter auch dadurch sicherzustellen, dass ihre Tätigkeit für die KVG 30% ihrer jeweiligen Gesamteinnahmen des Geschäftsjahres nicht überschreiten darf. Diese Regelung wird durch eine verpflichtende Rotation der externen Bewerter ergänzt. Der vom Bewerter ermittelte Wert der Immobilie dient der KVG als Vergleichspreis für den Erwerbspreis, der nur unwesentlich überschritten werden darf. Nach Erwerb hat die KVG zunächst den Kaufpreis der Immobilie im AIF anzusetzen.

Bei der **Folgebewertung** der Immobilien bestehen - neben der unterschiedlichen Häufigkeit der Bewertung - weitere Unterschiede zwischen offenen und geschlossenen Investmentvermögen. Im Rahmen der Verwaltung von geschlossenen Investmentvermögen besteht nach § 271 Abs. 4 i.V.m. § 216 Abs. 1 KAGB ein Wahlrecht zwischen externer und interner Bewertung, soweit eine funktionale Trennung der Bewertung insbesondere zu den Bereichen Portfolioverwaltung und Vergütungspolitik sichergestellt ist. Im Gegensatz dazu sehen die Vorschriften für offene Investmentvermögen stets die Bewertung durch zwei externe Bewerter vor (§ 249 Abs. 1 KAGB).

Auch im Bereich der Beteiligung an einer Immobilie über **Immobilien-Gesellschaften** sind Besonderheiten für offene Publikums-AIF vorgesehen. Die Bewertung der Beteiligung hat – sowohl für die Erst- als auch für die Folgebewertung – zwingend durch einen Wirtschaftsprüfer unter Übernahme eines von einem bzw. zwei externen Sachverständigen festgestellten Immobilienwerts zu erfolgen (vgl. §§ 236 i.V.m. 248 KAGB). Das Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) hat die an eine ordnungsgemäße Bewertung von Immobilien-Gesellschaften zu stellenden Anforderungen in einem neuen Standardentwurf (IDW ES 12) definiert, der eine Weiterentwicklung des bisher geltenden Praxishinweises 1/2012 darstellt. Dieser Standardentwurf wurde nach dessen Verabschiedung durch den Hauptfachausschuss des IDW am 24. Februar 2015 über die Homepage des IDW zur Konsultation gestellt und ist seit diesem Zeitpunkt grundsätzlich für Berufsangehörige maßgeblich. Aufgrund der weiterhin für offene Immobilien-Sondervermögen geltenden Vorgabe, wonach der Wert der Immobilien-Gesellschaft zwar nach den für die Bewertung von Unternehmensbeteiligungen allgemein anerkannten Grundsätzen zu ermitteln ist, aber die im Jahresabschluss oder der Vermögensaufstellung der Gesellschaft ausgewiesenen Immobilien mit dem Wert anzusetzen sind, der von dem bzw. den externen Bewertern festgestellt wurde, bleibt es grundsätzlich auch bei der Anwendung der sog. NAV-Methode. Danach wird der Nettoinventarwert der Immobiliengesellschaft ermittelt und um sog. sonstige bewertungserhebliche Faktoren, wie z.B. latente Steuern oder Capital Gains Tax, angereichert. Für geschlossene Publikums-AIF bestehen hingegen keine diesbezüglichen Anforderungen.

Die offene als auch die geschlossene Investmentvermögen verwaltende KVG ist zur Erstellung einer internen **Bewertungsrichtlinie** verpflichtet (§ 169 Abs. 1 KAGB). Diese muss eine Beschreibung der Pflichten, Aufgaben und Zuständigkeiten sämtlicher an der Bewertung beteiligten Parteien enthalten. Die verwendeten Verfahren zur Bewertung verschiedener Vermögenswerte sollen darin festgelegt, beschrieben und ihre Eignung begründet werden; hierbei ist darzulegen, dass das gewählte Wertermittlungsverfahren am jeweiligen Markt anerkannt ist. Entsprechend sind in der Bewertungsrichtlinie auch Maßnahmen zur Sicherstellung einer ordnungsgemäßen und unabhängigen Bewertung zu beschreiben sowie geeignete Kontrollmaßnahmen zur Einhaltung der Bewertungsrichtlinien zu implementieren. Daneben müssen die internen Bewertungsprozesse erläutert und die Bewertungszeitpunkte festgelegt werden. Zudem sind die Dokumentations- und Aufbewahrungspflichten einzuhalten.

Somit ergeben sich für geschlossene und für offene Publikums-AIF teils unterschiedliche regulatorische Anforderungen an den Bewertungsprozess. Die Herausforderungen an das Zusammenspiel der potentiellen Marktteilnehmer (KVG, Immobilienbewerter, Beteiligungsbewerter sowie Wirtschaftsprüfer) betreffen jedoch beide Bereiche.

Eine zusammenfassende Übersicht zeigt die nachfolgende Graphik:

		Offene Immobilien-SV	Geschlossene InvKG
Erstbewertung Immobilie	Wert > 50 Mio.	2 externe Bewerter	2 externe Bewerter
	Wert ≤ 50 Mio.	1 externer Bewerter	1 externer Bewerter
Folgebewertung	Immobilie	2 externe Bewerter	Interne (KVG) oder externe Bewertung möglich
Erstbewertung	Immobilien- gesellschaft	1 Abschlussprüfer & 1 externer Bewerter (Immobilienwert ≤ 50 Mio.	1 externer Bewerter (Gesellschaftswert ≤ 50 Mio.
		2 externe Bewerter (Gesellschaftswert > 50 Mio.	2 externe Bewerter (Gesellschaftswert > 50 Mio.
		Basis: geprüfter JA/VA Methode: NAV-Verfahren	Basis: geprüfter JA/VA Methode: i.d.R. DCF-Verfahren; ggf. NAV-Verfahren
Folgebewertung	Immobilien- gesellschaft	1 Abschlussprüfer & 2 externe Bewerter	Interne (KVG) oder externe Bewertung möglich

## BaFin-Veröffentlichungen zu Anlagebedingungen von geschlossenen Publikums-AIF: Musterkostenklauseln, Laufzeitverlängerung, Vorgaben für Blindpool-Konstruktionen

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) hat sich zum Ende des Jahres zu verschiedenen Themen bezüglich der Abfassung von Anlagebedingungen geschlossener Publikums-AIF geäußert. Nachdem das KAGB zu diesen Punkten keine konkreten Vorgaben enthält, kommt den Verlautbarungen in der Praxis künftig eine bedeutende Rolle zu. Der nachfolgende Beitrag gibt einen Überblick über die drei Veröffentlichungen, die jeweils auf der Homepage der BaFin ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)) abgerufen werden können.

### 1. Musterbausteine für Kostenklauseln geschlossener Publikumsinvestmentvermögen

Die zum 30.09.2014 veröffentlichten „Musterbausteine für Kostenklauseln geschlossener Publikumsinvestmentvermögen“ sollen der Vereinheitlichung der Verwaltungspraxis und einer effizienten Genehmigungspraxis der Anlagebedingungen dienen. Nach monatelanger, intensiver Diskussion konnte mit der nun veröffentlichten Fassung eine finale Abstimmung zwischen dem BMF, der BaFin und den Branchenverbänden (bsi und BVI) erzielt werden. Dabei wurden die Musterkostenklauseln gegenüber dem zur Konsultation gestellten Entwurf der BaFin vom 31.07.2014 in vielen Punkten erheblich entschärft und aus Sicht der Verbände praktikabler gemacht. Einige besonders praxisrelevante Punkte der Musterbausteine sind nachfolgend kurz dargestellt.

Die BaFin unterscheidet grundsätzlich folgende Kostenpositionen:

1. Ausgabepreis, Ausgabeaufschlag, Initialkosten
2. Laufende Kosten
  - Laufende Vergütungen
  - Aufwendungen zu Lasten der Gesellschaft
  - Transaktionsgebühren sowie Transaktions- und Investitionskosten
  - Erfolgsabhängige Vergütungen
  - Sonstige vom Anleger zu entrichtende Kosten

Die **Initialkosten** beinhalten die einmaligen Aufwendungen und Vergütungen im Zusammenhang mit der Fondsaufgabe bspw. für Konzeption, Gründung und Marketing der Gesellschaft. Die BaFin hatte noch im Konsultationsentwurf die **Abgrenzung zu den Aufwendungen zulasten der Gesellschaft** von dem Zeitpunkt der Fondsaufgabe, d.h. der ersten Zeichnung des Anlegers, abhängig gemacht. Dieser Zeitpunkt ist bei Erstellung der Anlagebedingungen noch nicht bestimmbar. Deshalb wurde die Abgrenzung nun zugunsten einer inhaltlichen Unterscheidung nach Kostenart geändert. Ihrer Art nach laufende Aufwendungen, wie bspw. anfängliche Bewirtschaftungskosten, sind deshalb nicht den Initialkosten zuzuordnen, konkrete Marketingkosten, wie beispielsweise für Road-Shows, hingegen schon. Im Hinblick auf die Rechts- und Steuerberatungskosten soll es demgegenüber bei der zeitlichen Abgrenzung bleiben, wobei auf den Zeitpunkt der Vertriebslaubnis abgestellt wird.

Als **Bemessungsgrundlage für die Berechnung der laufenden Vergütungen** kann künftig entweder allein auf den durchschnittlichen Nettoinventarwert des jeweiligen Geschäftsjahres oder (alternativ) auf die Summe aus dem durchschnittlichen Nettoinventarwert der Gesellschaft und den bis zum jeweiligen Berechnungstichtag von der Gesellschaft an die Anleger geleisteten Auszahlungen (max. aber 100% des von den Anlegern gezeichneten Kommanditkapitals) abgestellt werden. Die früher branchenüblichen, am Kommanditkapital bemessenen Festvergütungen sind nicht mehr zulässig. Die AIF-KVG soll durch die Regelung stärker an den Risiken der Bewirtschaftung der Vermögensgegenstände bzw. der allgemeinen Marktentwicklung teilhaben. Eine Mindestvergütung in Form eines festen Geldbetrages kann nur für einen Zeitraum von bis zu 36 Monaten ab Fondsaufgabe vereinbart werden. Eine betragsmäßige Maximalvergütung ist zulässig.

Auch für die Berechnung der **Verwahrstellenvergütung** können alternativ beide Bemessungsgrundlagen herangezogen werden. Sollte der Verwahrstellenvertrag eine andere Berechnung der Verwahrstellenvergütung vorsehen, trägt die AIF-KVG das Risiko aus der Inkongruenz der Klausel, da der in den Anlagebedingungen vereinbarte Satz die Obergrenze darstellt. Über die Verwahrstellenvergütung hinaus kann Auslagenersatz nur für im Rahmen der Ankaufsbewertung oder der Eigentumsverifikation notwendige externe Gutachten vorgesehen werden.



**Vergütungen und Kosten, die auf Ebene von etwaigen Objektgesellschaften** anfallen, müssen nicht gesondert ausgewiesen werden. Es ist ausreichend, wenn der Verkaufsprospekt hierzu konkrete Erläuterungen enthält. Diese Kosten wirken sich wirtschaftlich über den Nettoinventarwert der Gesellschaft aus.

Entgegen dem Konsultationsentwurf enthält die endgültige Fassung der Musterbausteine keine abschließende Aufzählung der **Aufwendungen zu Lasten der Gesellschaft**, sondern nur aus Sicht der BaFin übliche Beispiele. Weitere oder alternative Posten für Aufwendungen zu den in den Musterbausteinen genannten sind zulässig, soweit sie hinsichtlich Transparenz und Angemessenheit nicht hinter den genannten zurückbleiben und die Aufwendungstatbestände eindeutig abgrenzbar sind. Unzulässig sind hingegen Kosten, die der Vorbereitung der Anlageentscheidung dienen, wie z.B. Vermittlungsprovisionen von Assetmanagern, da diese als Teil des der KVG obliegenden Portfoliomanagements mit der Verwaltungsvergütung abgedeckt sind, oder Aufwendungsersatz für Gesellschaftsorgane.

Die AIF-KVG kann für den Erwerb oder die Veräußerung von Vermögensgegenständen eine **Transaktionsgebühr** erhalten. Darüber hinaus können der Gesellschaft die im Zusammenhang mit der Transaktion entstehenden Steuern und Gebühren gesetzlich vorgeschriebener Stellen belastet werden. Die übrigen von Dritten beanspruchten Kosten sind mit der Transaktionsgebühr abzudecken. Sofern keine Transaktionsgebühr erhoben wird, können stattdessen die angefallenen Drittkosten als Transaktionskosten abgerechnet werden.

**Erfolgsabhängige Vergütungen** (sog. Performance Fees) an die AIF-KVG sind nur in zwei Gestaltungen zulässig: Zum einen kann die Ermittlung durch Vergleich der Anteilswerte zu Beginn und zum Ende der Abrechnungsperiode (= Fondslaufzeit) unter Berücksichtigung bereits geleisteter Ausschüttungen erfolgen. Es muss eine Höchstgrenze bezogen auf den Nettoinventarwert vereinbart werden. Die Abrechnung und Entnahme ist in diesem Fall erst nach Veräußerung aller Vermögensgegenstände zulässig. Alternativ ist eine erfolgsabhängige Vergütung jeweils zum Ende des Wirtschaftsjahres zulässig, wenn die Anleger zum Berechnungszeitpunkt Auszahlungen in Höhe ihrer geleisteten Einlage (abzüglich der Hafteinlage) zuzüglich einer festzulegenden, durchschnittlichen jährlichen Mindestverzinsung erhalten haben (unabhängig von der Veräußerung der Vermögensgegenstände). Die AIF-KVG kann die erfolgsabhängige Vergütung auch in Form von Ausschüttungen (**Carried Interest**) erhalten, sofern diese steuerlich anerkannt sind, was insbesondere für Private Equity-Fonds relevant sein wird. Unzulässig ist eine erfolgsabhängige Vergütung in Bezug auf die Wertentwicklung einzelner Vermögensgegenstände oder „Projekte“ im Fonds. Außerdem ist eine erfolgsabhängige Vergütung an Berater u.a. Dritte unzulässig; eine solche muss – sofern vereinbart – aus der Vergütung der KVG geleistet werden.

**Sonstige vom Anleger zu entrichtende Kosten** sind solche, die nicht dem Fonds belastet werden, sondern vom Anleger direkt zu tragen sind. Die Musterbausteine sind diesbezüglich nicht abschließend. An dieser Stelle sind nur solche Kosten aufzuführen, die vom Anleger über allgemeine gesetzliche Regelungen hinaus zu zahlen sind, wie z.B. Kosten für Treuhandkommanditisten oder nachgewiesene Kosten für die Veräußerung eines Anteils auf dem Zweitmarkt. Ein Hinweis auf etwaige Notar- und Registerkosten, Kontogebühren bzw. weiterer Aufwand bei Eingehung und Halten der Beteiligung ist im Verkaufsprospekt zu machen.

Die BaFin hat klargestellt, dass nicht nur sprachliche, sondern auch inhaltliche Abweichungen möglich sind, soweit diese hinsichtlich Transparenz und Angemessenheit nicht hinter den durch die Musterbausteine gesetzten Maßstäben zurückbleiben. Auch wenn dadurch ein gewisser Spielraum für privatautonome Gestaltung erhalten bleiben soll, wird die Praxis dazu tendieren, dass sich die Fondsanbieter nahezu wörtlich an diese halten werden, um die zeitaufwendige und kostspielige Abstimmung mit der BaFin im Einzelfall zu vermeiden.

Die Anlagebedingungen setzen nun auch für geschlossene Fonds den Rahmen für die maximale Kostenbelastung des AIF (§ 266 Abs. 2 Satz 1 i.V.m. § 162 Abs. 2 Nr. 11 KAGB). Dabei leitet die BaFin ihre Pflicht, die Angemessenheit der Kosten prüfen zu müssen, aus § 26 Abs. 5 KAGB ab, wonach die KVG über geeignete Verfahren verfügen muss, um bei Investmentvermögen unter Berücksichtigung des Wertes des Investmentvermögens und der Anlegerstruktur eine Beeinträchtigung von Anlegerinteressen durch unangemessene Kosten, Gebühren und Praktiken zu vermeiden. Die Festlegung der Höhe der Verwaltungsvergütung soll demgegenüber - wie bisher schon bei offenen Publikumsfonds - keiner aufsichtsrechtlichen Kontrolle durch die BaFin unterliegen.

Da die nachträgliche Änderung der Anlagebedingungen nur unter den Voraussetzungen des § 267 Abs. 3 KAGB (Zustimmung von mindestens zwei Dritteln der Anleger), also faktisch kaum möglich ist, kommt ihrer Abfassung ein hoher Stellenwert zu. Es bleibt abzuwarten, inwieweit es Anbietern künftig gelingen wird, alternative Kostengestaltungen zu entwickeln, die insbesondere produkt- und konzeptionsbedingte Besonderheiten angemessen berücksichtigen und von der BaFin genehmigt werden.

## **2. Laufzeitverlängerung in den Anlagebedingungen geschlossener Publikums-AIF in der Rechtsform der geschlossenen Investmentkommanditgesellschaft**

Nach den am 04.11.2014 veröffentlichten Kriterien für die Verlängerung von Laufzeiten in den Anlagebedingungen geschlossener Publikums-AIF ist in den Anlagebedingungen eine Grundlaufzeit der Investmentkommanditgesellschaft zu bestimmen. Sofern Verlängerungsoptionen bestehen sollen, sind diese ebenfalls zu nennen, wobei maximale Verlängerungen um bis zu 50% der Grundlaufzeit möglich sein sollen und Grundlaufzeit und Verlängerung(en) zusammen nicht mehr als 30 Jahre betragen dürfen.

In den Anlagebedingungen sind mögliche Gründe für eine Verlängerung konkret zu nennen. Beispielsweise wurden von der BaFin als Gründe für eine Laufzeitverlängerung akzeptiert, „wenn eine spätere Veräußerung des Vermögensgegenstands wirtschaftlich sinnvoll erscheint“ oder „der voraussichtlich für den Vermögensgegenstand erzielbare Veräußerungserlös unter den prognostizierten Werten liegt“ oder „wenn die Laufzeit einer (auf unbestimmte Zeit errichteten) Objektgesellschaft, an der die Investmentkommanditgesellschaft beteiligt ist, zum Ende der Grundlaufzeit noch nicht beendet ist“.

Zu beachten ist darüber hinaus, dass die Anlagebedingungen des Publikums-AIF ein Zustimmungserfordernis der Gesellschafterversammlung mit mindestens einfacher Mehrheit der abgegebenen Stimmen vorsehen müssen und ordentliche Kündigungsrechte grundsätzlich nicht bestehen dürfen.

## **3. Kriterienkatalog zur Verhinderung von reinen Blindpool-Konstruktionen bei geschlossenen Publikums-AIF**

Da sich die Anleger eines geschlossenen AIF in der Regel langfristig binden, will der Gesetzgeber – wie in der Gesetzesbegründung zu § 266 Abs. 2 Satz 2 KAGB dargelegt – bei geschlossenen AIF Blindpool-Konstruktionen, bei denen keinerlei Einschränkungen bei der Verwendung der Investitionsmittel vorgesehen sind, verhindern. § 266 Abs. 2 Satz 2 KAGB verlangt deshalb von der KVG, dass sie in den Anlagebedingungen konkret festlegt, welche Vermögensgegenstände tatsächlich für den AIF in welchem Umfang beschafft werden. Die BaFin hat mit ihrem am 06.11.2014 veröffentlichten Kriterienkatalog diese gesetzliche Vorgabe weiter präzisiert. Die jeweiligen Kriterien sind zwingend in die Anlagebedingungen aufzunehmen.

### **a. 60%-Grenze**

Die Investitionskriterien müssen für mindestens 60% des investierten Kapitals festgelegt sein. Die verbleibenden 40% können ohne weitere Einschränkung investiert werden, sofern die Vermögensgegenstände grundsätzlich für das jeweilige Investitionsvermögen erwerbbar sind.

### **b. Inhaltliche Vorgaben**

In inhaltlicher Hinsicht unterscheidet die BaFin nach den Assetklassen Immobilien, Schiffe, Luftfahrzeuge, erneuerbare Energien und Unternehmensbeteiligungen. Es wird eine Vielzahl von Kriterien verbindlich vorgegeben, die bei der Auswahl der betreffenden Vermögensgegenstände in der Praxis zu berücksichtigen sind, und mit Beispielsformulierungen unterlegt. Für die Assetklasse der Immobilien sind dementsprechend Vorgaben zur Nutzungsart, zur Region und zur Größenklasse verpflichtend aufzunehmen. Darüber hinaus werden optional aufzustellende Auswahlkriterien aufgeführt.

### **c. Einhaltung der Kriterien in zeitlicher Hinsicht**

Die Erfüllung der in dem Schreiben genannten Investitionskriterien ist mit Abschluss der Investitionsphase einzuhalten. Diese kann grundsätzlich bis zu drei Jahre dauern und ist in den Anlagebedingungen anzugeben. Sie kann durch Gesellschafterbeschluss mit einer Mehrheit von 75% der abgegebenen Stimmen um weitere zwölf Monate verlängert werden, sofern dies in den Anlagebedingungen vorgesehen ist.

Dies bedeutet für die KVG, dass sie zusätzlich zu den gesetzlich normierten Fristen des § 262 Abs. 1 Satz 3 für die Einhaltung des Grundsatzes der Risikomischung sowie des § 263 Abs. 5 Satz 1 KAGB für die Einhaltung der Leverage- und Belastungsgrenzen von jeweils längstens 18 Monaten ab Beginn des Vertriebs jetzt auch eine von der BaFin installierte weitere Frist für die Investitionsphase beachten muss.

#### ***d. Mehrstöckige Fondskonstruktionen***

Die Kriterien sind auch auf mehrstöckige Fondskonstruktionen mit Zweckgesellschaften anzuwenden, wobei eine quotale Festlegung, ob über eine Zweckgesellschaft investiert wird oder direkt, nicht erfolgen muss. Bei mehrstöckigen Fondskonstruktionen in Form von geschlossenen AIF (sog. Funds-in-Funds-Konstruktionen) stellt die BaFin klar, dass eine Durchschau auf die jeweiligen Zielfonds nicht erforderlich ist. Allerdings müssen für 60% des investierten Kapitals des Dachfonds die Investitionskriterien für die Auswahl der Zielfonds festgelegt sein.

## **Pauschalbesteuerung nach § 6 InvStG für intransparente ausländische Investmentfonds verstößt gegen Kapitalverkehrsfreiheit**

Mit Urteil vom 9.10.2014 hat der EuGH entschieden, dass die deutsche Pauschalbesteuerung von intransparenten Investmentfonds i.S.d. § 6 InvStG gegen die Kapitalverkehrsfreiheit verstößt.

### **1. Der Fall**

Zwei in Deutschland unbeschränkt steuerpflichtige belgische Staatsbürger (Kläger) hielten von 2004 bis 2008 Anteile an thesaurierenden ausländischen Investmentfonds, welche die Mitteilungspflichten des § 5 InvStG nicht erfüllten (sog. intransparente Investmentfonds). Folglich ermittelte das veranlagende Finanzamt die Erträge aus den intransparenten Fonds nach § 6 InvStG, während die Kläger in Ermangelung von Mitteilungen i.S.d. § 5 InvStG die Erträge selbst im Wege der Schätzung bzw. aufgrund von erhaltenen Belegen oder öffentlich einsehbaren Informationen erklärten. Die Kläger erkannten im Vorgehen der Finanzverwaltung einen Verstoß gegen den europarechtlich verbürgten Grundsatz der Kapitalverkehrsfreiheit (Art. 63 AEUV).

§ 6 InvStG sieht vor, dass Erträge aus Investmentanteilen mit einer pauschalen Strafbesteuerung 70% der Wertsteigerung eines intransparenten Fonds innerhalb eines Kalenderjahres, mindestens aber 6 % des letzten im Kalenderjahr festgesetzten Rücknahmepreises zu belegen sind, falls die Fondsgesellschaft den Berichts- und Bekanntmachungspflichten i.S.d. § 5 InvStG nicht nachkommt.

Das FG Düsseldorf hat im Rahmen eines Vorabentscheidungsersuchens den EuGH zu der Frage angerufen, ob die Pauschalbesteuerung des § 6 InvStG im Einklang zu europäischem Recht stehe. Innerhalb der deutschen Finanzgerichtsbarkeit war die Streitfrage bislang uneinheitlich beurteilt worden.

### **2. Die Entscheidung**

Der EuGH erklärt in der nunmehr vorliegenden Entscheidung (C-326/12, van Caster und van Caster) die bestehende deutsche Pauschalbesteuerung i.S.d. § 6 InvStG für europarechtswidrig, da diese eine nicht zu rechtfertigende Beschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit darstellt.

Obwohl die Pauschalbesteuerung grundsätzlich unterschiedslos für inländische und ausländische intransparente Investmentfonds gelte, bewirkt die Regelung nach Ansicht des EuGH eine mittelbare Diskriminierung von Anlegern ausländischer intransparenter Investmentfonds.

Der EuGH begründet seine Auffassung damit, dass die Berichts- und Bekanntmachungspflichten i.S.d. § 5 InvStG – insbesondere die vorgeschriebene deutschsprachige Veröffentlichung im elektronischen Bundesanzeiger – durch einen ausländischen Investmentfonds de facto kaum erfüllt werden, während deutsche Investmentfonds im Regelfall diesen Verpflichtungen nachkommen. Damit werden Anleger ausländischer Investmentfonds faktisch benachteiligt. Diese Benachteiligung könne nicht durch den seitens des deutschen Fiskus vorgebrachten Grund der ausgewogenen Aufteilung der Besteuerungsbefugnisse sowie den der Wirksamkeit der Steueraufsicht gerechtfertigt werden. Der EuGH lehnt diese Argumente ab, da der steuerpflichtige Anleger damit letztlich vom Verhalten der jeweiligen Fondsgesellschaft abhängig werde und dem deutschen Fiskus andere Möglichkeiten zur Ermittlung der Besteuerungsgrundlagen zur Verfügung stünden.

### **3. Hinweise für die Praxis**

Die Entscheidung des EuGH war aufgrund entsprechender Schlussanträge des Generalanwalts erwartet worden. Sie führt grundsätzlich zur Nichtanwendbarkeit der nationalen Vorschrift des § 6 InvStG hinsichtlich der Besteuerung deutscher Anleger ausländischer Investmentfonds.

Mit Datum vom 4. Februar 2015 veröffentlichte das BMF als Reaktion auf das Urteil ein Schreiben, in dem erläutert wird, wie bis zu einer gesetzlichen Neuregelung der Nachweis für die tatsächliche Höhe der Einkünfte aus einem intransparenten Investmentfonds zu erbringen ist.

Von einer pauschalen Ermittlung der Erträge aus der Beteiligung am Investmentfonds kann im Rahmen der Veranlagung des Steuerpflichtigen demnach Abstand genommen werden, wenn der Steuerpflichtige die tatsächlichen Besteuerungsgrundlagen selbst ermittelt und darüber hinaus Unterlagen bzw. Informationen beibringt, mit denen sich die tatsächliche Höhe seiner Investmenterträge nachweisen lässt. Eine Schätzung der Besteuerungsgrundlagen lässt das BMF ausdrücklich nicht zu. Zu beachten ist, dass der Nachweis keine Auswirkungen auf den Kapitalertragsteuereinbehalt hat, soweit die Anteile in einem inländischen Depot gehalten werden, sodass der Investmentfonds insoweit unverändert als intransparent gilt und zu viel einbehaltene Kapitalertragsteuer im Rahmen der Veranlagung erstattet werden muss.

Um die Pauschalbesteuerung abzuwenden, muss der Steuerpflichtige bis zur Bestandskraft der Steuerfestsetzung die sog. Pflichtangaben erklären, das heißt insbesondere den Betrag der Ausschüttung sowie die ausgeschütteten bzw. ausschüttungsgleichen Erträge. Zwecks Überprüfung der Besteuerungsgrundlagen kann das Finanzamt insbesondere eine sog. Berufsträgerbescheinigung anfordern, wonach die Werte nach den Regeln des deutschen Steuerrechts ermittelt wurden. Darüber hinaus kommen weitere Unterlagen in Betracht, die eine Überprüfung des Zahlenwerks ermöglichen (Verkaufsprospekt, Jahresbericht, Summen- und Saldenliste sowie Überleitungsrechnung von den investimentrechtlichen Zahlen zu den Besteuerungsgrundlagen). Anders als in der Entwurfsfassung des o.a. BMF-Schreibens handelt es sich bei der Berufsträgerbescheinigung jedoch nicht mehr um eine zwingende Mindestanforderung. Es ist allerdings zu erwarten, dass die Finanzämter die Vorlage der Bescheinigung bzw. eine durch einen Berufsträger erstellte Ermittlung der Besteuerungsgrundlagen in aller Regel verlangen werden. Des Weiteren ist nach dem endgültigen Schreiben nicht mehr vorgesehen, dass die nachgewiesenen und von dem Finanzamt als zutreffend erachteten Besteuerungsgrundlagen an das Bundeszentralamt für Steuern übermittelt werden, um zu prüfen, ob für den gleichen Investmentfonds bei anderen Steuerpflichtigen abweichende Besteuerungsgrundlagen angewendet wurden.

Der Steuerpflichtige kann darüber hinaus weitere Angaben machen, um von sog. steuerentlastenden Tatsachen zu profitieren. Dies betrifft vollständig oder teilweise steuerfreie Erträge, die in den ausgeschütteten bzw. ausschüttungsgleichen Erträgen enthalten sind sowie die Möglichkeit der Anrechnung ausländischer Quellensteuer. In diesem Fall kann das Finanzamt die Vorlage weiterer Nachweise verlangen, etwa Übersichten über erhaltene Dividenden und einbehaltene Quellensteuern getrennt nach Ländern nebst Ermittlungsgrundlage für Quellensteueranrechnungsbeträge sowie Nachweise über den Aufteilungsmaßstab im Rahmen der Zuordnung von Werbungskosten.

Nach dem BMF-Schreiben hat der Steuerpflichtige innerhalb der Festsetzungsfrist die Möglichkeit, die Investmenterträge in zutreffender Höhe nachzuweisen und somit die Pauschalbesteuerung abzuwenden. Zu beachten ist allerdings, dass die Finanzverwaltung äußerst hohe Anforderungen stellt und es dem durchschnittlichen Anleger nur selten gelingen wird, den Nachweis zu führen. In aller Regel wird er die für den Nachweis erforderlichen Informationen und Unterlagen kaum von der Investmentgesellschaft erhalten. In der Praxis werden daher in erster Linie deutsche Anleger in Individualfonds (Spezialfonds) von dem BMF-Schreiben profitieren, welche die Möglichkeit haben, die notwendigen Unterlagen unmittelbar bei dem Anbieter anzufordern. Kleinanlegern wird dieser Weg hingegen oftmals verwehrt sein, so dass im Ergebnis bezweifelt werden darf, ob die Verwaltungsregelung die Einschränkung der Kapitalverkehrsfreiheit in allen Fällen vollständig beseitigt.

Das BMF-Schreiben bietet allerdings in den Fällen, in denen für einen Investmentfonds mit deutschen Anlegern die Berichts- und Veröffentlichungspflichten versehentlich nicht oder zu spät erfüllt wurden, durchaus die Möglichkeit, dies auch noch nach Ablauf der Frist nachzuholen bzw. die Besteuerungsgrundlagen ermitteln zu lassen und diese sowie die gegebenenfalls notwendigen Nachweise den deutschen Anlegern an die Hand zu geben. Die Regelung im BMF-Schreiben vom 17.12.2013, die eine Fristüberschreitung für die Veröffentlichung von zehn Kalendertagen als unschädlich erklärte, wird damit weitgehend gegenstandslos sein.

Die Entscheidung des EuGH dürfte über Deutschland hinaus Bedeutung für die EU-Länder entfalten, die ebenfalls pauschale Ermittlungen der Besteuerungsgrundlagen für Investmentfonds vorsehen, soweit steuerlich motivierte Berichtspflichten nicht erfüllt werden.

## **BMF-Schreiben zum Anwendungsbereich des § 18 InvStG – Personen-Investitionsgesellschaften**

Mit Schreiben vom 12.02.2015 hat die Finanzverwaltung den Anwendungsbereich des § 18 InvStG (Personen-Investitionsgesellschaften) klargestellt: Hierunter fallen demnach sowohl inländische Personengesellschaften als auch vergleichbare ausländische Gesellschaften. Für die Unterscheidung zu Kapital-Investitionsgesellschaften ist ein Rechtstypenvergleich anhand steuerlicher Kriterien vorzunehmen.

Nach der gesetzgeberischen Intention sollen deutsche Anleger in als Personengesellschaften strukturierten Fonds (z.B. Private-Equity Fonds und anderen Alternativen Investmentvermögen bzw. Investitionsgesellschaften) nach den allgemein für Personengesellschaften geltenden Besteuerungsgrundsätzen besteuert werden.

In der Praxis haben sich aufgrund des insoweit nicht klaren Wortlauts des durch das AIFM-StAnpG eingeführten § 18 InvStG Unsicherheiten bei der Abgrenzung zu Kapital-Investitionsgesellschaften ergeben. Danach sind Personen-Investitionsgesellschaften solche Investitionsgesellschaften, die in der Rechtsform einer Investmentkommanditgesellschaft oder einer „vergleichbaren ausländischen Rechtsform“ errichtet sind. Insbesondere wurde diskutiert, ob die aufsichtsrechtlichen Kriterien einer Investmentkommanditgesellschaft nach deutschem Recht erfüllt sein müssen oder ob ein Rechtstypenvergleich anhand der allgemein anerkannten steuerlichen Abgrenzungskriterien anzuwenden sei.

Bei einer Einordnung als Kapital-Investitionsgesellschaften droht die Anwendung des § 19 InvStG mit der Folge, dass die danach für betriebliche Anleger geltenden Nachteile bei der Besteuerung von Eigenkapitalinstrumenten eingreifen.

### **1. Verwaltungsanweisung**

Das BMF stellt mit dem vorliegenden Schreiben klar, dass § 18 InvStG auf alle Investitionsgesellschaften in der Rechtsform einer Personengesellschaft (z. B. GmbH & Co. KG) und vergleichbare ausländische Rechtsformen anzuwenden ist. Somit nimmt die Verwaltung zum einen eine teleologische Extension über den Wortlaut der Norm hinaus vor, welcher für den Inlandsfall nur Investmentkommanditgesellschaften umfasst hatte.

Zum anderen finden die seit der sog. „Venezuela-Entscheidung“ des RFH (RFH v. 12.02.1930, VI A 899/27, RStBl. 1930, 444) von der Finanzrechtsprechung und -verwaltung angewendeten Abgrenzungskriterien zwischen Personen- und Kapitalgesellschaften auch Anwendung auf die Abgrenzung zwischen Personen-Investitionsgesellschaften und Kapital-Investitionsgesellschaften. Die wesentlichsten Entscheidungskriterien hat die Finanzverwaltung im sog. „LLC-Erlass“ (BMF v. 19. März 2004, BStBl. 2004, I, 411) festgehalten. Dies sind u.a. Gewinnverteilung, Geschäftsführung und Vertretung der Gesellschaft, Haftungsbeschränkung sowie Übertragbarkeit der Anteile. Letztlich entscheidet dabei das Gesamtbild der Verhältnisse im Einzelfall.

### **2. Tax Compliance**

Daneben stellt das BMF klar, dass der Geschäftsführer der Personen-Investitionsgesellschaft die steuerlichen Pflichten zu erfüllen hat. Dies bestimmt sich ausschließlich nach den gesellschaftsrechtlichen Regelungen. Die aufsichtsrechtlichen Vorschriften, die ggf. durch eine externe KVG erfüllt werden müssen, führen danach nicht zu einer abweichenden Verantwortlichkeit für die steuerlichen Verpflichtungen.

Nach § 18 S. 2 InvStG sind die Einkünfte inländischer Personen-Investitionsgesellschaften nach § 180 Abs. 1 Nr. 2 AO gesondert und einheitlich für die deutschen Anleger festzustellen.

Das BMF weist nochmals ausdrücklich darauf hin, dass eine gesonderte und einheitliche Feststellung der Einkünfte einer ausländischen Personen-Investitionsgesellschaft im Inland zu erfolgen hat, wenn mindestens zwei Anleger an dem fraglichen Fonds beteiligt sind, die mit diesen Einkünften im Inland steuerpflichtig sind.

### **3. Fazit**

Die Klarstellung durch das BMF ist zu begrüßen, da sie die bestehende steuerliche Unsicherheit beseitigt. In praktischer Hinsicht bleibt es bei der im Einzelfall nicht immer einfachen Abgrenzung bestimmter hybrider Fondsvehikel. Zudem wird deutschen Investoren – aber auch ausländischen Fondsiniciatoren – nicht immer bewusst sein, dass mehrere in Deutschland steuerpflichtige Investoren an einem Fonds beteiligt sind.

# Ihre Ansprechpartner

## Für mehr Informationen

### Regulatory Advisory

#### Andreas Koch

Partner | Investment Management

Tel: +49 (0)89 29036 8739

akoch@deloitte.de

#### Stephan Mühlbauer

Director | Geschlossene Fonds

Tel: +49 (0)89 29036 8030

smuehlbauer@deloitte.de

#### Christof Stadter

Partner | Geschlossene Fonds

Tel: +49 (0)89 29036 8269

ctstadter@deloitte.de

#### Annke von Tiling

Director | Investment Management

Tel: +49 (0)69 75695 6037

avontiling@deloitte.de

### Tax

#### Alexander Wenzel

Partner | Financial Services Tax

Tel: +49 (0)69 75695 6111

alwenzel@deloitte.de

#### Thomas Vana

Director | Financial Services Tax

Tel: +49 (0)89 29036 8891

tvana@deloitte.de

## Hinweis

Bitte schicken Sie eine E-Mail an [shollweckklimkait@deloitte.de](mailto:shollweckklimkait@deloitte.de), wenn Sie Fragen zum Inhalt haben, wenn dieser Newsletter an andere oder weitere Adressen geschickt werden soll oder Sie ihn nicht mehr erhalten wollen.

**Für weitere Informationen besuchen Sie unsere Webseite auf [www.deloitte.com/de](http://www.deloitte.com/de)**

Die Deloitte & Touche GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft („Deloitte“) als verantwortliche Stelle i.S.d. BDSG und, soweit gesetzlich zulässig, die mit ihr verbundenen Unternehmen und ihre Rechtsberatungspraxis (Deloitte Legal Rechtsanwaltsgesellschaft mbH) nutzen Ihre Daten im Rahmen individueller Vertragsbeziehungen sowie für eigene Marketingzwecke. Sie können der Verwendung Ihrer Daten für Marketingzwecke jederzeit durch entsprechende Mitteilung an Deloitte, Business Development, Kurfürstendamm 23, 10719 Berlin, oder [kontakt@deloitte.de](mailto:kontakt@deloitte.de) widersprechen, ohne dass hierfür andere als die Übermittlungskosten nach den Basistarifen entstehen.

Deloitte bezieht sich auf Deloitte Touche Tohmatsu Limited („DTTL“), eine „private company limited by guarantee“ (Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach britischem Recht), ihr Netzwerk von Mitgliedsunternehmen und ihre verbundenen Unternehmen. DTTL und jedes ihrer Mitgliedsunternehmen sind rechtlich selbstständig und unabhängig. DTTL (auch „Deloitte Global“ genannt) erbringt selbst keine Leistungen gegenüber Mandanten. Eine detailliertere Beschreibung von DTTL und ihren Mitgliedsunternehmen finden Sie auf [www.deloitte.com/de/UeberUns](http://www.deloitte.com/de/UeberUns).

Deloitte erbringt Dienstleistungen aus den Bereichen Wirtschaftsprüfung, Steuerberatung, Consulting und Corporate Finance für Unternehmen und Institutionen aus allen Wirtschaftszweigen; Rechtsberatung wird in Deutschland von Deloitte Legal erbracht. Mit einem weltweiten Netzwerk von Mitgliedsgesellschaften in mehr als 150 Ländern und Gebieten verbindet Deloitte herausragende Kompetenz mit erstklassigen Leistungen und steht Kunden so bei der Bewältigung ihrer komplexen unternehmerischen Herausforderungen zur Seite. Making an impact that matters – für mehr als 210.000 Mitarbeiter von Deloitte ist dies gemeinsame Vision und individueller Anspruch zugleich.

Diese Veröffentlichung enthält ausschließlich allgemeine Informationen, die nicht geeignet sind, den besonderen Umständen des Einzelfalls gerecht zu werden und ist nicht dazu bestimmt, Grundlage für wirtschaftliche oder sonstige Entscheidungen zu sein. Weder die Deloitte & Touche GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch Deloitte Touche Tohmatsu Limited, noch ihre Mitgliedsunternehmen oder deren verbundene Unternehmen (insgesamt das „Deloitte Netzwerk“) erbringen mittels dieser Veröffentlichung professionelle Beratungs- oder Dienstleistungen. Keines der Mitgliedsunternehmen des Deloitte Netzwerks ist verantwortlich für Verluste jedweder Art, die irgendjemand im Vertrauen auf diese Veröffentlichung erlitten hat.