

Finales Kapitalanlagerundschreiben

Lockerungen für Private Equity-Fonds-Beteiligungen von Pensionskassen und Versorgungswerken

Mitte Dezember wurde das seit rund einem Jahr erwartete Kapitalanlagerundschreiben der BaFin veröffentlicht. Das Rundschreiben enthält für die Kapitalanlagepraxis von Pensionskassen und Versorgungswerken wichtige Aussagen zur Auslegung der Anlageverordnung.

Die Anlageverordnung enthält seit März 2015 besondere Bestimmungen zu Beteiligungen an alternativen Investmentfonds. Sie bestimmt, unter welchen Voraussetzungen und innerhalb welcher Grenzen Anlagen für das Sicherungsvermögen erworben werden dürfen. Bei geschlossenen Fonds unterscheidet die Verordnung zwischen Private Equity-, Immobilien- und den alternativen Anlagen zuzurechnenden Fonds. Anleger müssen insbesondere bestimmte Mischungsquoten einhalten. Beispielsweise dürfen 15% des Sicherungsvermögens in Private Equity-Beteiligungen investiert werden, aber nur 7,5% in Fonds, die nicht die Voraussetzungen für eine Qualifikation als Private Equity erfüllen und daher den alternativen Anlagen zuzurechnen sind. Zudem können Investoren nach der Anlageverordnung nur bei Private Equity-Fonds außerhalb des EWR investieren, mittelbar über Dachfonds sogar außerhalb des OECD-Bereichs. Das Schreiben enthält für die Praxis wesentliche Auffassungen der BaFin zur Anlageverordnung. Die finale Fassung des Rundschreibens beinhaltet im Vergleich zum Konsultationsentwurf wenige, aber für Anleger, die der Anlageverordnung unterfallen, durchaus wichtige Änderungen und Klarstellungen.

Bisherige Vorgaben beim Leverage von Private Equity-Fonds

Gegenüber dem finalen Schreiben sah der im Dezember 2016 von der BaFin veröffentlichte Konsultationsentwurf noch eine mit der Realität vieler Produkte kaum vereinbare Beschränkung der Kreditaufnahme aller Private Equity-Fonds auf kurzfristige Kredite in Höhe von maximal 10% des Wertes des jeweiligen Fonds vor. Bei Nichteinhaltung wären die betreffenden Fonds den „alternativen Anlagen“ zuzurechnen gewesen. Die anwendbare Mischungsquote hätte dann lediglich 7,5% betragen. Wegen der unterschiedlichen geografischen Anforderungen an die beiden Quoten kämen für die betroffenen Strategien außerdem

nur Fonds aus dem EWR mit einem EWR-Manager in Betracht, wovon bei Dachfondsstrukturen auch die Zielfonds betroffen gewesen wären.

Anpassungen durch das finale Rundschreiben

An dieser strikten Begrenzung der Fremdkapitalaufnahme hat die BaFin in dem finalen Schreiben nicht mehr festgehalten. Eine Fremdkapitalaufnahme soll insbesondere zur (Vor-)Finanzierung von Kapitalabrufen zulässig sein, ist hierauf aber nicht beschränkt. Auch eine zeitliche Begrenzung ist nicht mehr vorgesehen. Auf der Ebene von Private Equity-Dachfonds soll hingegen weiterhin nur eine kurzfristige Fremdkapitalaufnahme von bis zu 10% zulässig sein. Private Equity-Dachfondsstrategien mit Leverage erfordern danach eine Zuordnung zur Quote für alternative Anlagen. Alternativ kommt eine nicht gehebelte Struktur in Betracht. Beide Ansätze erfordern wohl eine Parallelstruktur.

Private Equity-Fonds weiterhin für Spezialfonds geeignete Assetklasse

Gute Neuigkeiten enthält das finale Schreiben auch für Institutionelle, die über deutsche Spezialfonds investieren. Diese haben den Vorteil, dass die Beteiligung an dem Spezialfonds selbst keine Mischungsquote belastet; für Zwecke der Einhaltung der Mischungsquoten wird vielmehr typischerweise durch die Spezialfonds hindurchgeschaut. Der Entwurf schloss Beteiligungen eines Spezialfonds an einem geschlossenen Fonds schlicht aus. Wäre es bei dieser Aussage geblieben, hätten betroffene Investoren Beteiligungen an Private Equity-Fonds praktisch nicht mehr über eine einheitliche Plattform zusammen mit liquiden Werten und gegebenenfalls Immobilien, sondern nur über separate Vehikel halten können. Die finale Fassung des Rundschreibens enthält nun aber eine Klarstellung, dass direkte Beteiligungen von Spezialfonds in geschlossene Private Equity-Fonds weiterhin zulässig sind.

Betroffene Investoren können somit auch künftig bis zu 20% des Wertes ihrer Spezialfonds in Private Equity-Fonds anlegen. Dies setzt aber die Einhaltung der relativ engen Voraussetzungen für eine Qualifikation als Private Equity-Fonds voraus. Strategien, die auch Fremdkapitalfinanzierungen zulassen, haben hier gegebenenfalls das Nachsehen. Es bleibt abzuwarten, ob die BaFin hier noch weitere Klarstellungen bzw. Präzisierungen vorsehen wird.

Fazit

Das finale Kapitalanlagerundschreiben enthält gegenüber dem Entwurf eine deutliche Verbesserung für die Erwerbbarkeit von Beteiligungen an Private Equity-Fonds durch Versorgungswerke und Pensionskassen. Die Anpassungen beim Leverage führen zu einer praxisnäheren Regulatorik und fördern somit Investitionen institutioneller Investoren unter anderem in Wagniskapital. Auch die Klarstellung, dass Private Equity-Fonds weiterhin eine für Spezialfonds geeignete Assetklasse darstellen, ist vor diesem Hintergrund begrüßenswert. Es bleibt abzuwarten, wie BaFin und Landesbehörde mit den Praxisfragen umgehen werden, die sich nach wie vor stellen.

Uwe Bärenz

ist Partner bei P+P Pöllath + Partners in Berlin und seit über 15 Jahren in der Praxisgruppe „Investment Funds“ tätig, die auf geschlossene Fonds für alternative Kapitalanlagen, insbesondere Private Equity und Infrastruktur fokussiert ist.



Dr. Jens Steinmüller, LL.M. (Boston),

ist Partner im Bereich Investment Funds im Berliner Büro von P+P Pöllath + Partners. Der Schwerpunkt seiner Tätigkeit liegt bei der Beratung im Zusammenhang mit der Beteiligung institutioneller Investoren an alternativen Investmentfonds.

