

AN: Mandanten
VON: P+P Pöllath + Partners
DATUM: 29. Oktober 2009
ZU: **Investmentfonds als Investoren von Private Equity Fonds und anderen geschlossenen Fonds**

TO: Clients
FROM: P+P Pöllath + Partners
DATE: 29 October 2009
RE: **Investment Funds as Investors in Private Equity Funds and other Closed-end Funds**

In der Vergangenheit waren Beteiligungen von deutschen Investmentvermögen, insbesondere auch Spezialfonds, an Private Equity-Fonds mit einer Vielzahl von Unsicherheiten verbunden.

Der von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht am 20. Oktober 2009 veröffentlichte Katalog von Fragen und Antworten zu erwerbbaaren Vermögensgegenständen (FAQ Eligible Assets) enthält u. a. **wichtige Aussagen zur Zulässigkeit von Beteiligungen von dem Investmentgesetz unterliegenden Investmentvermögen an Private Equity-Fonds und anderen geschlossenen Fonds**, womit das Wachstum dieser wichtigen Investorengruppe weiter zunehmen dürfte.

Investments by German regulated investment funds, in particular institutional investors funds (*Spezialfonds*), used to be connected with a number of legal uncertainties.

The German Federal Financial Services Supervisory Authority (BaFin) published a list of FAQ regarding eligible assets for regulated investment funds on October 20, 2009. The FAQ contain, inter alia, **important statements regarding the eligibility of participations by regulated investment funds in private equity funds and other closed-end funds**, thus potentially enforcing the further growth of this important group of investors.

P+P München

Kardinal-Faulhaber-Straße 10 80333 München
 Tel.: +49 (89) 24240-0 Fax: +49 (89) 24240-999

Prof. Dr. Reinhard Pöllath, LL.M., RA, FASr • Dr. Matthias Bruse, LL.M., RA • Dr. Andrea von Drygalski, RAin • Andres Schollmeier, RA, FASr • Dr. Michael Best, StB • Philipp von Braunschweig, LL.M., RA • Otto Haberstock, M.C.J., RA • Dr. Margot Gräfin von Westerholt, RAin • Dr. Benedikt Hohaus, RA, FASr • Dr. Michael Inhester, RA • Richard Engl, StB • Jens Hörmann, RA • Dr. Frank Thiäner, RA • Dipl.-Kfm. Alexander Pupeter, RA, StB • Dr. Georg Greitemann, LL.M., RA • Dr. Christoph Philipp, LL.M., RA • Dr. Alice Broichmann, RAin • Dr. Barbara Koch-Schulte, RAin, StBin • Dr. Frank Bayer, StB • Thilo Oldiges, RA • Dr. Ralf Bergjan, LL.M., RA, FAHuGR • Christian Tönies, LL.M.Eur, RA • Dr. Benjamin Waitz, MEB, RA • Dr. Stephan Viskorf, RA, StB • Dr. Bernd Graßl, LL.M., RA • Franca Detert, RAin • Peter Peschke, StB • Nico Fischer, RA

P+P Frankfurt/Main

Zeil 127 60313 Frankfurt/Main
 Tel.: +49 (69) 247047-0 Fax: +49 (69) 247047-30

Dr. Andreas Rodin, RA • Wolfgang Tischbirek, LL.M., RA, StB • Patricia Volhard, LL.M., RAin • Dr. Andreas Junius, LL.M., RA • Timo Thömmes, RA • Dr. Sarah Wilkens, LL.M., RAin

Prof. Dr. Ingo Saenger, Of Counsel
 (Ständiger wissenschaftlicher Berater)

Partnerschaftsgesellschaft; Sitz Berlin
 AG Berlin-Charlottenburg PR 64
<http://www.pplaw.com>

P+P Berlin

Potsdamer Platz 5 10785 Berlin
 Tel.: +49 (30) 25353-0 Fax: +49 (30) 25353-999

Prof. Dr. Dieter Birk, StB • Dr. Thomas Töben, StB • Dr. Matthias Durst, RA • Dr. Carsten Führling, RA • Uwe Bärenz, RA • Dr. Stefan Lebek, RA • Amos Veith, LL.M., RA • Dr. Andreas Richter, M.A., LL.M., RA, FASr • Silke Hecker, M.Env.Sc., RAin, FAVvR • Raphael Söhlke, RA • Dipl.-Kfm. Konrad Enderlein, StB • Kim Delphine Weber, LL.M., RAin • Dr. Philip Schwarz van Berk, LL.M., RA • Annabel Klisch, RAin • Ronald Buge, RA • Tarek Mardini, LL.M., RA • Dr. Gerhard Specker, RA • Dr. Jens Steinmüller, LL.M., RA

Andreas Wilhelm, RA, Of Counsel • Florenz Hundt, StB, Of Counsel

I. Beteiligungen an geschlossenen Fonds als Wertpapier

Bereits das Investmentänderungsgesetz hatte die Möglichkeit geschaffen, dass Beteiligungen an geschlossenen Fonds für Investmentvermögen erworben werden können. Entscheidende Voraussetzung dafür war jedoch, dass die Anteile an geschlossenen Fonds als Wertpapier angesehen werden konnten. Bedeutsam ist diese Regelung vor allem für richtlinienkonforme Investmentvermögen, für die keine andere Möglichkeit des Erwerbs von Anteilen an geschlossenen Fonds besteht. Auch für andere Fondstypen führt eine Qualifikation als Wertpapier dazu, dass Investments in geschlossenen Fonds in größerem Umfang eingegangen werden können.

In diesem Fall findet **keine „Durchschau“** auf die vom geschlossenen Fonds erworbenen Kapitalanlagen statt, d. h. ein Investmentvermögen kann über einen geschlossenen Fonds auch Anlagen tätigen, die das Investmentvermögen unmittelbar nicht tätigen könnte.

Für die Qualifikation als Wertpapiere gelten aber enge Voraussetzungen. Erforderlich ist unter anderem eine **Verlustbegrenzung** auf den für die Anteile an dem geschlossenen Fonds bezahlten Betrag. Bisher war unklar, ob die bei geschlossenen Fonds übliche Einzahlung von Kapital auf Kapitalabrufe mit diesem Erfordernis vereinbar ist. Die Antworten der BaFin schaffen hier **mehr Rechtssicherheit**. Denn sie stellen jetzt klar, dass einer Qualifikation als Wertpapier nicht entgegensteht, dass der Anlagebetrag in mehreren Tranchen gezahlt wird. Voraussetzung

I. Participation in Closed-end Funds as Securities

In 2007, German legislation was introduced which allows investment funds to acquire shares in closed-end funds. However, such acquisition required that the shares could be qualified as securities. This is particularly relevant for UCITS since there is no other way for them to invest in closed-end funds. But also for non-UCITS, a qualification of target fund shares as securities is significant since regulated investment funds can hold securities to a much greater extent than fund shares which do not qualify as securities.

In this case, the closed-end fund is **not treated as a look-through entity** for purposes of assessing the eligibility of its shares for the acquiring regulated investment fund. Thus, through a closed-end fund a regulated investment fund can also make investments which the regulated investment fund itself would not be allowed to make.

The eligibility of closed-end fund shares as securities is bound to strict requirements. The law requires that a UCIT only may acquire shares as securities where a **potential loss is limited** to the amount paid for the fund shares. Before the release of the FAQ, there had not been any BaFin statement as to the practice of providing funds upon capital calls as usually adopted for closed-end funds. The FAQ bring some **clarification** in this respect since it states that shares can still qualify as securities where the capital is paid in several tranches.

ist nur, dass kein Zahlungsrisiko entsteht, das über den noch zu zahlenden Anlagebetrag hinausgeht.

Die Ausgestaltung von Beteiligungen an geschlossenen Fonds als Wertpapier ist aber an weitere Anforderungen geknüpft; insbesondere müssen die Beteiligungen **handelbar** sein. Hier ist im Hinblick auf die bei geschlossenen Fonds üblichen **Zustimmungsvorbehalte** hinsichtlich der Anteilsübertragung auch künftig ein besonderes Augenmerk auf die Sicherstellung einer hinreichenden Handelbarkeit zu richten. Insoweit wünschenswerte Leitlinien enthält der Fragenkatalog leider nicht.

II. Unternehmensbeteiligungen

Die größte Bedeutung der BaFin-Antworten dürfte jedoch in der Beurteilung liegen, dass **Beteiligungen an geschlossenen Fonds**, die nicht als Wertpapiere qualifizieren, **als Unternehmensbeteiligungen** angesehen werden. Bisher war offen, was genau die BaFin unter einer Unternehmensbeteiligung versteht. Die BaFin stellt nunmehr klar, dass nicht nur unmittelbare Private Equity-Beteiligungen, sondern auch Beteiligungen an geschlossenen Fonds als Unternehmensbeteiligungen qualifizieren, vorausgesetzt sie gewähren sowohl Vermögens- als auch Verwaltungsrechte.

Damit ist es grundsätzlich möglich, dass diejenigen Investmentvermögen, die Unternehmensbeteiligungen erwerben dürfen (z. B. Sonstige Sondervermögen, Spezial-Investmentvermögen) sich in einem Umfang von bis zu 20 % ihres Wertes an typischen **Private Equity-Fonds** be-

To qualify shares in closed-end funds as securities, further requirements have to be met. In particular, the shares have to be **tradable**. The tradability test is crucial since most of the agreements governing closed-end funds provide that investors cannot transfer their shares without the manager's **consent**. Unfortunately, the FAQ do not cover this aspect of tradability. Thus, fund initiators and investors being regulated investment funds will have to consider this issue thoroughly.

II. Participation in a Business

Based on the aforesaid, the most important finding expressed in the FAQ is that **shares in closed-end funds** which do not qualify as securities do qualify **as participation in a business**. Under German investment fund law, a participation in a business can be an eligible asset under certain conditions. However, it was an open issue so far, how BaFin defines a participation in a business. The FAQ clarify that not only direct private equity investments, but also shares in private equity funds can qualify as participations in a business if they convey a profit participation as well as certain governance rights.

Thus, it is generally possible that certain German regulated investment funds can invest in typical private equity funds. Depending on the type of regulated investment fund, up to 20 % (in the case of so-called *Sonstige Sondervermögen* and *Spezial-Sondervermögen*) or even 30 % (in the

teiligen können. Für sog. Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken („**Single-Hedgefonds**“) gilt sogar eine Grenze von 30 % ihres Wertes.

Für weitere Fragen wenden Sie sich bitte an Ihren Partner oder einen der nachstehenden Rechtsanwälte.

Mit freundlichen Grüßen
P+P Pöllath + Partners

case of so-called *Single Hedgefonds*) of the fund's NAV can be invested in private equity fund shares.

For further questions please do not hesitate to contact your partner or one of the attorneys-at-law partners listed below.

Best regards
P+P Pöllath + Partners

Berlin

Uwe Bärenz
+49 (30) 2 53 53 – 122

Amos Veith
+49 (30) 2 53 53 – 124

Dr. Jens Steinmüller
+49 (30) 2 53 53 – 120

Frankfurt

Dr. Andreas Rodin
+49 (69) 247047 – 17

Patricia Volhard
+49 (69) 247047 – 16