

AN: Mandanten
VON: P+P Pöllath + Partners
DATUM: 9. Juni 2008
ZU: Entwurf eines BaFin-Rundschreibens zum Anwendungsbereich des Investmentgesetzes

TO: Clients
FROM: P+P Pöllath + Partners
DATE: 9 June 2008
RE: Draft Circular by the German Federal Financial Services Supervisory Authority (BaFin) regarding the scope of the German Investment Act

Im Dezember 2007 ist eine Änderung des Investmentgesetzes in Kraft getreten (vgl. unsere Mandanten-Info vom 28. Dezember 2007).

In December 2007, an amendment to the German Investment Act (*Investmentgesetz*) entered into force (see our client alert dated December 28, 2007).

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) hat in Abstimmung mit dem BMF ihre Auffassung zur Auslegung ausgewählter Fragen bei der Anwendung des Investmentgesetzes in einem Rundschreiben zusammengefasst. Der Entwurf ist heute auf der Website der BaFin veröffentlicht worden. Die BaFin führt zu dem Entwurf ein schriftliches Konsultationsverfahren durch.

In coordination with the German Ministry of Finance (*BMF*), the German Financial Services Supervisory Authority (*BaFin*) has outlined its opinion on particular issues regarding the scope of the Investment Act in a circular. Today, the draft circular has been published on the BaFin website. BaFin conducts a written consultation procedure on the draft circular.

Ausländische Investmentanteile

Kern des Rundschreibens ist die Darstellung der Auffassung der Verwaltung, unter welchen Voraussetzungen Anteile an einem ausländischen Vermögen als ausländische Investmentanteile anzusehen sind.

Shares in Foreign Investment Funds

Main topic of the circular is BaFin's opinion regarding the circumstances under which shares in a foreign pool of assets qualify as shares in foreign investment funds for which a number of particular rules applies.

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 • Dipl.-Kfm. Alexander Pupeter, RA, StB • Dr. Alice Broichmann, RAin • Dr. Georg Greitemann, LL.M., RA • Dr. Christoph Philipp, LL.M., RA • Dr. Frank Thiäner, RA • Dr. Barbara Koch-Schulte, RAin, StBin • Dr. Frank Bayer, StB • Thilo Oldiges, RA • Dr. Ralf Bergjan, LL.M., RA, FAHuG • Christian Tönies, LL.M.Eur, RA • Benjamin Waitz, MEB, 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

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 • Andreas Wilhelm, RA • 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, FAVwR • Raphael Söhlke, RA • Dipl.-Kfm. Konrad Enderlein, StB • Kim Delphine Weber, RAin • Dr. Philip Schwarz van Berk, LL.M., RA • Annabel Klisch, RAin • Ronald Buge, RA

I. Formelle Kriterien

Nach dem Investmentgesetz müssen ausländische Investmentanteile mindestens ein formelles Kriterium erfüllen (Rückgaberecht oder Aufsicht).

1. Rückgaberecht

Maßgeblich ist das für die Mehrheit der Anleger geltende Rückgaberecht. Individuell getroffene Rücknahmeregeln reichen nicht aus.

Ausreichend ist ein Rückgaberecht zu bestimmten Terminen, jedoch mindestens ein Mal innerhalb von zwei Jahren.

Rücknahme ist auch der vorgesehene Rückkauf durch Dritte, wenn deren Zahlungsfähigkeit abgesichert ist.

Unberücksichtigt bleiben Begrenzungen des Rückgaberechts bis zu einem bestimmten Auszahlungshöchstbetrag, wenn es sich bei diesen Begrenzungen um Maßnahmen zum Schutz der Anleger handelt.

Eine Auszahlung liegt nur vor, wenn vollständig ausgezahlt wird. Der Zeitpunkt der Auszahlung ist nicht relevant. Rücknahmeabschlüsse und Abzug von Transaktionskosten bleiben unberücksichtigt, wenn sie 15 % des Nettoinventarwertes nicht übersteigen. Sachauskehrungen werden wie Barauszahlungen behandelt.

I. Formal Criteria

According to the Investment Act, shares have to meet one of two possible formal criteria (right to redeem shares or supervision) in order to qualify as shares in a foreign investment fund under the Investment Act.

1. Right to Redeem Shares

As for the right to redeem shares, it is decisive whether the majority of shareholders has a regular right to redeem shares. Individual agreements regarding the redemption of shares between the fund and certain investors are not sufficient.

The right to redeem shares at predefined dates is sufficient, as long as investors have a redemption right at least one time during a two years period.

A provision under which a third party has to buy shares (instead of a redemption by the fund) shall be deemed as redemption right if the solvency of the third party has been ensured.

The fund documentation can provide that the right to redeem shares can be subject to a limit if such limit is supposed to be a means of investors' protection.

A right of redemption within the meaning of the Investment Act requires that an investor redeeming its shares can claim payment of the full amount of its portion of the NAV of the fund. It is irrelevant at what time the redemption price is paid. The redemption price can be net of redemption charges and transaction fees as long as they do not result in reductions of the NAV by more than 15 %. Re-

2. Investmentaufsicht

Erforderlich ist eine staatliche Aufsicht. Eine Investmentaufsicht wird angenommen, wenn:

- (i) vor Auflegung die Bonität der Investmentgesellschaft; oder
- (ii) die Zuverlässigkeit und fachliche Eignung der leitenden Personen; oder
- (iii) die Beachtung der Vorgaben aus Gesetz oder Fondsdokumentation zur Strukturierung des Portfolios (Anlagegrenzen)

kontrolliert werden.

Keine Aufsicht liegt vor, wenn

- (i) die Aufsicht nur der Integrität und Funktionsfähigkeit des Marktes oder
- (ii) der Überprüfung steuerlicher Voraussetzungen dienen soll; oder
- (iii) für das Vermögen nur eine Registrierungspflicht besteht.

Im Zweifel muss ggü. der BaFin nachgewiesen werden, dass eine Investmentaufsicht besteht.

II. Materielle Kriterien

Nach dem Investmentgesetz müssen für das Vorliegen ausländischer Investmentanteile neben formellen weitere materielle Kriterien erfüllt sein.

demption prices can be paid in cash or in kind.

2. Investment Fund Supervision

Investment fund supervision requires supervision by a public body. Supervision is deemed an investment supervision, if:

- (i) prior to issuing the shares of the fund, the investment company's solvency; or
- (ii) the reliability and qualification of the management; or
- (iii) the compliance with legal requirements regarding the portfolio structure (investment restrictions)

is checked.

The following measures do not qualify as investment fund supervision:

- (i) supervision that only aims at the integrity and capability of the market; or
- (ii) review of certain tax requirements; or
- (iii) obligation to register a fund.

In cases of doubt, BaFin may require proof of the existence of an investment fund supervision.

II. Substantial Criteria

The Investment Act only applies where, in addition to the above formal requirements, certain substantial criteria are fulfilled.

1. Anlage in investmenttaugliche Vermögensgegenstände

Erforderlich ist, dass die Anlagepolitik auf die Anlage in taugliche Vermögensgegenstände i. S. d. § 2 Abs. 4 InvG ausgerichtet ist. Zu den tauglichen Vermögensgegenständen gehören Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Derivate, Immobilien, Immobilien-Gesellschaften und bestimmte Investmentanteile. Wenn das Vermögen zu mehr als 10 % des Nettoinventarwertes in Vermögensgegenständen, die nicht zu den in § 2 Abs. 4 InvG genannten Vermögensgegenständen gehören, investiert sein kann, scheidet eine Qualifikation als Investmentvermögen aus.

Anteile an geschlossenen Fonds (z. B. Private Equity-Fonds, Infrastrukturfonds) können als taugliche Vermögensgegenstände qualifizieren, und zwar als:

- (i) Anteile an Immobilien-Gesellschaften;
- (ii) ausländische Investmentanteile; oder
- (iii) Wertpapiere im Sinne der EU-Richtlinie (2007/16/EG).

Für den Fall, dass Anteile an geschlossenen Fonds unter keine der oben genannten Kategorien fallen, werden sie als Unternehmensbeteiligungen behandelt, für die besondere Regeln gelten.

2. Anlagegrenzen

Die für deutsche Investmentvermögen geltenden Anlagegrenzen sind für die Beurteilung ausländischer Investmentvermögen grundsätzlich irrelevant.

Davon ausgenommen sind jedoch Begrenzungen

1. Eligible Assets

To fall within the scope of the Investment Act, investments of a fund have to be limited to certain eligible assets as defined in the law. Eligible assets include securities, money market instruments, derivatives, real estate, real estate companies, shares in certain other investment funds. Where the portion of non-eligible assets exceeds 10 % of the fund's NAV the fund cannot qualify as an investment fund regulated under the Investment Act.

Shares in closed-end fund (e.g. private equity funds, infrastructure funds) can qualify as eligible asset, in form of

- (i) shares in real estate companies;
- (ii) investment fund shares; or
- (iii) securities (as defined in EU directive 2007/16/EG).

If shares in closed-end funds do not qualify as one of the above, they can qualify as participation in a business, for which particular rules apply.

2. Investment Restrictions (Limits)

The investment restrictions which apply to German investment funds, in principle are irrelevant for the qualification as a foreign investment fund.

However, an exception applies to particular asset

des zulässigen Umfangs von Unternehmensbeteiligungen, Anlagen in Derivaten sowie vergleichbare Anlagegrenzen. Folglich kann beispielsweise kein Investmentvermögen vorliegen, wenn das betreffende Vermögen zu mehr als 20 % in Unternehmensbeteiligungen investieren darf bzw. bei hedgefondsähnlichen Vermögen zu mehr als 30 %.

3. Anlage nach dem Grundsatz der Risikomischung

Eine Risikomischung soll regelmäßig vorliegen, wenn das Vermögen mittelbar oder unmittelbar in mehr als drei Vermögensgegenständen mit unterschiedlichen Anlagerisiken angelegt ist. Zufällige Herbeiführung einer Risikomischung genügt nicht. Mittelbare Risikomischung kann ausreichen.

4. Private Equity Fonds

Erfolgt die Anlage der Mittel in Unternehmensbeteiligungen oder anderen Vermögensgegenständen (z. B. Aktien), deren Wert durch eine aktive unternehmerische Tätigkeit gesteigert werden soll, liegt kein Investmentvermögen vor.

Eine aktive unternehmerische Tätigkeit ist anzunehmen, wenn

- (i) regelmäßig der Erwerb von Mehrheitsbeteiligungen oder Sperrminoritäten angestrebt wird; oder
- (ii) über die Ausübung von Aktionärsrechten in der Hauptversammlung hinaus ein Eintritt in

classes, such as participations in a business (as mentioned above), investments in derivatives and comparable asset classes. Consequently, a fund does not qualify as investment fund within the meaning of the Investment Act if more than 20 % of its NAV consist of participations in businesses that do not qualify as securities, shares in other investment funds or real estate companies. For funds that qualify as hedge funds under the Investment Act, the limit is 30 % of NAV.

3. Risk Diversification

Risk diversification under the Investment Act means that the fund, directly or indirectly, holds more than three assets that represent different risks. A fund that holds at least such number of assets merely by coincidence does not qualify as investment fund within the meaning of these rules. Indirect risk diversification can suffice.

4. Private Equity Funds

If the fund's assets (e.g. participations in businesses or other assets such as stock) are actively managed with the purpose of adding value, the fund does not qualify as an investment fund under the Investment Act.

BaFin considers the following activities to exclude a qualification as a foreign investment fund under the Investment Act:

- (i) acquisition of the majority or a significant minority of the shares in a company; or
- (ii) involvement in target companies that goes beyond the exercise of shareholders' rights in

den unternehmerischen Entscheidungs- und Verantwortungsbereich durch die Übernahme von Organfunktionen erfolgen soll; oder

- (iii) vor Erwerb einer Unternehmensbeteiligung eine eingehende Prüfung von dem allgemeinen Markt nicht zugänglichen Daten der Zielunternehmen (due diligence) erfolgt; oder
- (iv) eine Abstimmung der künftigen Unternehmenspolitik stattfindet.

Eine Übertragung dieses Ansatzes auf ausländische Investmentvermögen, die inländischen Infrastruktur-Sondervermögen vergleichbar sind, erfolgt nicht.

5. Zertifikate

Ein Wertpapier, das von einem Dritten ausgegeben wird und die Ergebnisse eines ausländischen Investmentvermögens oder mehrerer solcher Vermögen nur nachvollzieht (Zertifikat), ohne dass der Anleger ein Recht zur Rückgabe hat, ist kein ausländischer Investmentanteil.

III. Ausblick

Die Auffassung der BaFin entspricht der von ihr über die letzten Monate und Jahre entwickelten Praxis. Bestimmbare Kriterien (z. B. 10 %-Grenze bei unzulässigen Vermögensgegenständen) beseitigen bestehende rechtliche Unsicherheiten.

1. Geschlossene Fonds

Änderungen für die Anlageklasse Private Equity ergeben sich nicht. Die Behandlung von geschlossenen Fonds als Unternehmensbeteiligung ermöglicht bei Dachfondsstrukturen kalkulierbare Rechtsfolgen.

general assemblies (e.g. activity on the supervisory board); or

- (iii) completion of due diligence prior to the investment with regard to information not available to the public; or
- (iv) coordination with target companies regarding future strategy of such target company.

The Investment Act provides certain rules for infrastructure investment funds. The above rules targeting private equity funds are not applicable to infrastructure funds.

5. Certificates

Certificates issued by a third party that reflect the results of one or several foreign investment funds without the investor having a right to redeem its shares do not qualify as shares in a foreign investment fund.

III. Future Prospects

The view expressed by the BaFin reflects its practice that has been developed during the last months and years. Applicable criteria such as the 10 % non-eligible asset rule eliminate existing legal uncertainties.

1. Closed-end Funds

The draft circular does not provide changes for private equity investments. The classification of shares in closed-end funds leads to a higher degree of legal certainty for fund of fund structures.

Nicht abschließend geklärt ist, ob geschlossene Fonds, die in Immobilien investieren, als Immobilien-Gesellschaften behandelt werden und damit bei Dachfondsstrukturen zum Vorliegen eines ausländischen Investmentvermögens führen können.

2. Investmentsteuergesetz

Obwohl die Auffassung der BaFin nach entsprechenden Äußerungen aus der Finanzverwaltung in der Praxis einen wesentlichen Anhaltspunkt für die steuerliche Qualifikation darstellt, ist ein Gleichlauf nicht rechtlich zwingend. Eine dem BaFin-Rundschreiben entsprechende Äußerung des BMF steht noch aus.

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

Mit freundlichen Grüßen
P+P Pöllath + Partners

The draft circular does not resolve the question how to qualify closed-end funds that invest in real estate. BaFin might deem foreign funds that invest in closed-end real estate funds as foreign investment funds falling within the scope of the Investment Act.

2. Investment Tax Act

BaFin's qualification of funds is of major practical relevance for the legal qualification for tax purposes. This has informally been confirmed by representatives of the BMF, but there is no legal necessity or certainty that the tax authorities will always treat foreign funds in the same way as BaFin does. However, we are expecting a statement by BMF covering this issue.

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

Best regards
P+P Pöllath + Partners

Berlin

Uwe Bärenz
+49 (30) 2 53 53 – 122

Dr. Jens Steinmüller
+49 (30) 2 53 53 – 312

Frankfurt

Patricia Volhard
+49 (69) 247047 – 16

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