

AN: Mandanten VON: P+P Pöllath + Partners DATUM: 4. Mai 2011 ZU: Rundschreiben 4/2011 (VA) – Hinweise zur Anlage des gebundenen Vermögens für Versicherungsunternehmen	TO: Clients FROM: P+P Pöllath + Partners DATE: May 4, 2011 RE: Circular 4/2011 (VA) – Explanatory notes on the Investment of Restricted Assets of Insurance Undertakings
--	--

Die BaFin hat am 15. April 2011 ein Rundschreiben 4/2011 (VA) (das „**Rundschreiben**“) veröffentlicht, welches Hinweise zu der Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens für Versicherungsunternehmen („**Anlageverordnung**“) geben soll. Die Anlageverordnung wurde mit Wirkung zum 30. Juni 2010 geändert (s. unser Mandanteninfo vom 30. Juni 2010). Bisher galt die Verwaltungspraxis gemäß dem Rundschreiben 15/2005, welches nun durch das neue aktualisierte Rundschreiben ersetzt wird.

Nachfolgend haben wir die wesentlichen neuen Hinweise bezüglich Anlagen in Beteiligungen (Nr. 13), in Anteile an geschlossenen Immobilienfonds (Nr. 14c) und in ausländische Investmentanteile mit Anlageschwerpunkt Immobilien und Infrastruktur (Nr. 17) zusammengefasst.

I. Anlagen in Beteiligungen nach Nr. 13

Überwiegend bestätigt das Rundschreiben die bisherige Praxis der BaFin. Gleichzeitig versucht die BaFin mit einer Kombination aus formalem und materiellem Ansatz, Beteiligungen nach Nr.

On April 15, 2011 BaFin issued a circular 4/2011 (VA) (the “**Circular**”) which is intended to provide guidance on the Ordinance governing the Investment of Restricted Assets of Insurance Companies (so called “*Anlageverordnung*”, hereafter “**Ordinance**”) which was amended with effect as of June 30, 2010 (see our client information dated June 30, 2010). Until now guidance has been provided by circular 15/2005 which is now being replaced by the new Circular containing updates and further explanatory notes on last year’s amendments to the Ordinance.

We have summarized hereafter the updated explanatory notes on investments in participations (No. 13), closed-ended real estate funds (No. 14c) and foreign investment funds with investment focus on real estate and infrastructure (No.17).

I. Investments in Participations According to No. 13

The Circular substantially confirms the current practice of BaFin. At the same time, BaFin attempts to differentiate participations according to no. 13 from investments of other categories of the

P+P Berlin

Potsdamer Platz 5 • 10785 Berlin
 Tel. +49 (30) 253 53-0 • Fax +49 (30) 253 53-999
 ber@pplaw.com

P+P Frankfurt/Main

Zeil 127 • 60313 Frankfurt/Main
 Tel. +49 (69) 24 70 47-0 • Fax +49 (69) 24 70 47-30
 fra@pplaw.com

P+P München

Kardinal-Faulhaber-Str. 10 • 80333 München
 Tel. +49 (89) 242 40-0 • Fax +49 (89) 242 40-999
 muc@pplaw.com

13 von Anlagen anderer Kategorien der Anlageverordnung abzugrenzen.

Für die Anlageklasse Private Equity, insbesondere Private Equity Fonds, ergeben sich daraus keine Änderungen, d.h. sie sind wie bisher der Beteiligungsquote zuzuordnen. Anlagen in Infrastruktur werden mit Private Equity Anlagen gleichgestellt. Für geschlossene Immobilienfonds muss nach ihrer Ausgestaltung differenziert werden. Beteiligungsunternehmen, die in andere Kapitalanlagen investieren, dürfen grundsätzlich der Beteiligungsquote zugeordnet werden, wenn sie nach der Anlageverordnung zulässig sind (also die Voraussetzungen einer Anlageklasse nach § 2 Abs. 1 erfüllen) und der gleichen Risikokategorie zugeordnet werden können (also insbesondere Genussrechte, nachrangige Darlehen (Nr. 9) und börsennotierte Aktien (Nr. 12)).

1. Katalog zulässiger Beteiligungsformen

Grundsätzlich soll der Katalog der in Nr. 13 der Anlageverordnung genannten Formen inländischer Gesellschaften (AG, GmbH, KG, stille Gesellschaft) sowie die vergleichbaren ausländischen Beteiligungsformen abschließend sein.

Das Rundschreiben erweitert die Gegenstände der Beteiligung jedoch um Anteile an beaufsichtigten Investmentgesellschaften (*Fonds*) nach ausländischem Recht (z.B. Luxemburger FCP, SICAF/SICAV, Italienischer Fondo chiuso, Irische PLC, Französischer FCPR). Zur Abgrenzung von anderen zulässigen Anlageformen,

Ordinance by combining a formal and a material approach.

As to the asset class private equity, in particular private equity funds, no changes result therefrom, i.e. they have to be assigned to the participation quota as before. Investments in infrastructure are treated equally to private equity investments. Closed-end real estate funds have to be differentiated according to their structure. Companies investing in other investments may generally be assigned to the participation quota if they are permissible according to the Ordinance (i.e. if they fulfill the conditions of an asset class according to § 2 para. 1) and if they can be allocated to the same risk class (i.e. in particular participation rights, subordinated loans (no. 9) and shares listed on a stock exchange ((no. 12)).

1. Catalogue of Permissible Types of Participation

The catalogue of types of domestic companies under no. 13 of the Ordinance (stock corporation (AG), company with limited liability (*GmbH*), limited partnership (KG), silent partnership (*stille Gesellschaft*)) and comparable foreign forms of participation shall generally be exclusive.

The Circular, however, extends the lists of permissible types by interests in regulated investment companies (*funds*) pursuant to foreign law (e.g. Luxembourg FCP, SICAF/SICAV, Italian Fondo chiuso, Irish plc, French FCPR). However, in order to differentiate such investment companies (*funds*) from other permissible forms of participation, in

insbesondere von ausländischen Investmentanteilen (nach Nr. 17), müssen allerdings solche Investmentgesellschaften (*Fonds*)

- (i) in Beteiligungen oder Infrastruktur investieren, und
- (ii) dürfen keinerlei Rückgaberecht für ihre Investoren vorsehen (geschlossene Fonds).

2. Abgrenzung von anderen Anlageklassen

Der durch den Katalog zulässiger Beteiligungsformen mögliche Gestaltungsspielraum wird jedoch begrenzt. Die Beteiligungsquote soll kein Auffangtatbestand für Kapitalanlagen sein, die keiner anderen Anlageklasse der Anlageverordnung zugeordnet werden können oder einer anderen Risikokategorie angehören. Hierzu verlangt bereits seit Juli 2010 die Anlageverordnung, dass das Beteiligungsunternehmen über ein Geschäftsmodell verfügen und unternehmerische Risiken eingehen muss.

Eine Zuordnung von Investments des Versicherungsunternehmens zur Nr. 13 ist ausgeschlossen, wenn sich der Unternehmenswert des Beteiligungsunternehmens lediglich aus der Summe der Inventarwerte von Investments zusammensetzt, die anderen Risikokategorien und anderen Anlageklassen zuzuordnen sind (z.B. passiver Wertpapierfonds). Geht die Tätigkeit des Beteiligungsunternehmens jedoch über den bloßen Kauf und Verkauf der Kapitalanlagen hinaus (z.B. durch individuelle Due Dilligence und Überwachung) und ist damit eine zusätzliche Wertsteigerung beim Beteiligungsunternehmen beabsichtigt, liegt ein Indiz für die Zu-

particular from interest in foreign investment funds (according to no. 17), they have to

- (i) invest in participations or infrastructure, and
- (ii) may not provide for any kind of redemption rights to their investors (closed-end funds).

2. Differentiation from Other Asset Classes

The scope of action available due to the catalogue of permissible forms of participation, however, is limited. The participation quota is not intended to be a catchall element for investments that can not be allocated to another asset class according to the Ordinance or that belong to another risk category. In this respect, the Ordinance has already required since July 2010 that the company must have a business model and be exposed to business risks.

The allocation of investments of an insurance company to no. 13 is excluded if the company's value only consists of the sum of the investments' inventory values that have to be allocated to other risk categories and other asset classes (e.g. passive securities funds). If, however, the activities of the company exceed the pure purchase and sale of investments (e.g. by individual due diligence and monitoring), and if, thus, an additional value enhancement of the company is intended, this is an indication for the allocation to the participation quota.

ordnung zur Beteiligungsquote vor.

Daraus lassen sich folgende Beispiele für das Konkurrenzverhältnis der Nr. 13 zu anderen Anlageklassen der Anlageverordnung bilden:

Zulässig für Nr. 13 sind:

- (i) Anlagen in geschlossene Private Equity Fonds und Private Equity Dachfonds;
- (ii) Anlagen in geschlossene Infrastruktur Fonds und Infrastruktur Dachfonds;
- (iii) Anlagen in geschlossene Mezzanine Fonds, wenn die Kapitalanlagen die Voraussetzungen nach Nr. 9 erfüllen,
- (iv) Anlagen in geschlossene Debt Fonds, die in Darlehen investieren, die nicht die Voraussetzung der Nr. 9 erfüllen, wenn sie keiner Investmentaufsicht unterliegen und jedem Investment eine eingehende Due Diligence Prüfung durch den Fonds vorausgeht und nachfolgend der Fonds die Finanzierung auf der Grundlage der Unternehmensentwicklung des Finanzierungsnehmers überwacht;
- (v) Anlagen in geschlossene Immobilienfonds, die keiner Investmentaufsicht unterliegen (z.B. GmbH & Co. KG) und Beteiligungen an Gesellschaften halten, deren Zweck über das reine Halten und Verwalten von Immobilien hinausgeht;
- (vi) Anlagen in Beteiligungsunternehmen, die in börsenorientierte Eigenkapitalwerte gemäß

The following examples may be derived for the competing relationship of no. 13 with other asset classes of the Ordinance:

Permissible as to no. 13 are:

- (i) investments in closed-end private equity funds and private equity funds of funds;
- (ii) investments in closed-end infrastructure funds and infrastructure funds of funds;
- (iii) investments in closed-end mezzanine funds if the investments fulfill the prerequisites according to no. 9;
- (iv) investments in closed-end debt funds investing in loans that do not fulfill the prerequisites of no. 9 if they are not subject to investment regulation, and if each investment is preceded by a comprehensive due diligence by the fund, and, in the following, the fund monitors the financing on the basis of the debtor's business development;
- (v) investments in closed-end real estate funds that are not subject to investment regulation (e.g. limited partnership (GmbH & Co. KG)) and that hold participations in companies the purpose of which exceeds the pure holding and managing of real estate;
- (vi) investments in companies investing in equity capital securities listed on a stock exchange

Nr. 12 investieren;

according to no. 12.

Unzulässig für Nr. 13 sind dagegen:

However, not permissible as to no. 13 are:

- | | |
|--|---|
| <p>(i) Anlagen in Wertpapier- oder Hedgefonds;</p> <p>(ii) Anlagen in Beteiligungsunternehmen, die in Wertpapier- oder Hedgefonds investieren;</p> <p>(iii) Anlagen in Immobilienfonds, die als Investmentgesellschaften einer Investmentaufsicht unterliegen (diese müssen Nr. 14c oder Nr. 17 zugeordnet werden können); und</p> <p>(iv) Anlagen in sonstige ausländische Investmentgesellschaften, die einer Investmentaufsicht unterliegen und von Nr. 17 erfasst werden können.</p> | <p>(i) investments in securities funds or hedge funds;</p> <p>(ii) investments in companies investing in securities funds or hedge funds;</p> <p>(iii) investments in real estate funds that, as investment company, are subject to investment regulation (they must be allocable to no. 14c or no. 17); and</p> <p>(iv) investments in other foreign investment companies that are subject to investment supervision and that are allocable to no. 17.</p> |
|--|---|

3. Fremdmittelaufnahme

3. Financing

In dem Rundschreiben stellt die BaFin erstmals schriftlich klar, dass bei Beteiligungsunternehmen nach Nr. 13 die Fremdmittelaufnahme grundsätzlich zulässig ist. Das ist eine wichtige Aussage, da insbesondere von Private Equity Fonds erworbene Beteiligungsunternehmen oft Fremdmittel aufnehmen.

For the first time, BaFin clarifies in the Ordinance that the companies acquired pursuant to no. 13 may generally use financing. This is an important statement because, in particular, portfolio companies acquired by private equity funds often use financing.

Gleichzeitig hält die BaFin an ihrem in der Vergangenheit entwickelten Grundsatz fest, dass auf Ebene einer Holdinggesellschaft nur eine kurzfristige Fremdmittelaufnahme zur Liquiditätssteuerung in Höhe von maximal 10% des Vermögens der Holdinggesellschaft unbedenklich sei. Auf der Grundlage der Anlageverord-

At the same time, BaFin abides by its principle developed in the past pursuant to which, on the level of a holding company, only short term financing for liquidity purposes not exceeding 10% of the holding company's assets shall be permitted. On the basis of the Ordinance and BaFin's previous practice, holding companies are only such companies

nung und der bisherigen Praxis der BaFin sind Holdingsgesellschaften nur solche Gesellschaften, deren Gegenstand auf das alleinige Halten von Beteiligungen an anderen Unternehmen beschränkt ist und die über kein eigenes Geschäftsmodell verfügen und keine unternehmerischen Risiken eingehen.

4. Vertrauensschutz für Altinvestments

Das Rundschreiben enthält eine Formulierung, die einen eingeschränkten Vertrauensschutz für Anlagen nach Nr. 13 vorsieht. So heißt es: „*Beiz unter den vorhergehenden Bestimmungen ordnungsgemäß erworbene Beteiligungen sind weiterhin für das gebundene Vermögen geeignet. Aus diesen getätigten Investitionen resultierende Kapitalabrufe sind zulässig, Zukäufe sind jedoch ausgeschlossen.*“ Hier ist unklar, ob sich dieser Vertrauensschutz auf Investitionen bezieht, die vor Inkrafttreten der Anlageverordnung am 30. Juni 2010 oder vor Inkrafttreten des Rundschreibens getätigt wurden. Da der Vertrauensschutz von der BaFin gewährt wird (und nicht vom Gesetzgeber), ist es unseres Erachtens vertretbar, ihn auf Investitionen beziehen, die vor dem Inkrafttreten des Rundschreibens getätigt wurden. Sicherheit wird man aber hier nur durch eine Abklärung mit der BaFin erlangen.

II. Anlagen in Geschlossene Immobilienfonds

Neue Anlageklasse des § 2 (1) Nr. 14c

Im Hinblick auf die neue Anlageklasse für geschlossene Immobilienfonds (Nr. 14c) wieder-

the purpose of which is limited to the sole holding of participations in other companies, and that do not have a business model of their own and that do not take any business risks.

4. Grandfathering for Existing Investments

The Ordinance contains a wording that provides for a limited grandfathering for investments according to no. 13. It reads: “*Participations that have been duly acquired under the previous provisions continue to be eligible as restricted assets. Capital drawdowns resulting from such investments are permissible; add-on acquisitions, however, are excluded.*” It is unclear whether this grandfathering provision refers to investments made prior to the Ordinance becoming effective on June 30, 2010, or prior to the Circular becoming effective. As the respective grandfathering is granted by BaFin (and not by the legislator) it can in our view be argued that it applies to investments that have been made prior to the Circular becoming effective. However, certainly can be only be obtained by clarifying this with BaFin.

II. Investments in Closed-Ended Real Estate Funds

New Asset Class of § 2 (1) No. 14c

With respect to the new asset class for closed-ended real estate funds (No. 14c) the Circular re-

holt das Rundschreiben die Anforderungen der AnIV mit einigen Erläuterungen. Investitionen in Aktien und Anteilen in geschlossenen Fonds sind nach Nr. 14 c) dann für das gebundene Vermögen unter Zuordnung unter die Immobilienquote qualifiziert, wenn kumulativ folgende Voraussetzungen erfüllt sind:

- Die Aktien/Anteile werden von einer Investmentgesellschaft mit Sitz in einem Staat des EWR ausgegeben, die zum Schutz der Anleger einer öffentlichen Aufsicht unterliegt (deutsche Sondervermögen kommen damit nicht in Betracht, da diese notwendigerweise Rücknahmerechte vorsehen und damit nicht geschlossen sind).
- Die Investmentgesellschaft (also der Fonds) legt sein Vermögen an in
 - (i) Anteilen an (deutschen oder ausländischen) Immobilien-Zielfonds, die den Anforderungen der Nr. 15 bzw. 17 AnIV erfüllen (damit kommen nur deutsche Investmentvermögen nach InvG oder ausländische Investmentgesellschaften in Betracht, die einer Investimentaufsicht und Anforderungen unterliegen, die denen eines deutschen Sondervermögens nach InvG vergleichbar sind oder
 - (ii) Immobiliengesellschaften i.S.d. Nr. 14a (also Unternehmen, deren alleiniger Zweck der Erwerb, die Bebauung und Verwaltung von in einem EWR oder OECD Staat belegenen Grundstücken und die keinerlei Leverage aufnehmen, hierzu s. unten);

peats the requirements set forth under the Ordinance. Investments in shares and interests/units in closed-ended funds qualify under the real estate quota for the restricted assets pursuant to No. 14c if the following requirements are met (on a cumulative basis):

- The shares/units/interests are issued by an investment company with seat in an EEA country, which is subject to investment supervision (hence German “*Sondervermögen*” do not qualify because they are - by nature – open-ended, i.e. permitting redemptions).
- The fund invests in real estate companies (No. 14a) or in German or foreign target real estate funds which meet the requirements under No. 15 or No. 17, as the case may be (hence, eligible investments are only German real estate funds set up in accordance with the German Investment Act or foreign real estate funds which are subject to supervision and requirements comparable to the requirements to which German funds are subject or real estate companies the sole purpose of which is the acquisition, construction or administration of real estate in EEA or OECD countries with no leverage).

- Das Vermögen des Fonds muss auf durchgerechneter Grundlage mindestens zu 80% aus Grundstücken und grundstücksgleichen Rechten bestehen. Die restlichen (maximal) 20% dürfen nur aus Anlagen i.S.d. § 80 InvG (also Bankguthaben, Geldmarktinstrumente, Geldmarktfonds etc.) bestehen.
 - Die Aktien bzw. Anteile an der Investmentgesellschaft (dem Fonds) müssen frei übertragbar sein. Zu beachten ist hier, dass nach Auffassung der BaFin auch die Anteile an den Zielfonds diese Voraussetzung zu erfüllen haben, soweit sie nicht mit Rücknahmerechten ausgestattet sind;
 - Die Fremdmittelaufnahme auf Ebene des geschlossenen Fonds muss auf kurzfristige und marktgerecht verzinsten Darlehen zu Überbrückungszwecken von maximal 20% seines Bruttovermögenswertes beschränkt sein; und
 - Bei Fremdmittelaufnahme auf den Ebenen unterhalb des geschlossenen Fonds ist zu differenzieren:
 - (i) Investiert der geschlossene Fonds direkt in Immobiliengesellschaften i.S.d. Nr. 14a (also entsprechend der deutschen Definition in § 2 Abs. 4 Nr. 6 InvG) ist nach der gegenwärtigen Praxis der BaFin auf der Ebene der Immobiliengesellschaft keinerlei Leverage erlaubt; konnten geschlossene einer Investmentaufsicht unterliegende Fonds, die direkt in zum Teil fremdfinanzierte Immobiliengesellschaften investierten, bisher der Nr. 13 zugeordnet werden, ist dies jetzt
- At least 80% of the fund's portfolio must – on a look through basis – be invested in real estate or real estate related assets. The remaining (maximum) 20% may only be invested in assets pursuant to section 80 of the German Investment Act (i.e. bank deposits, money market instruments, money market funds etc.).
 - The shares/units/interests in the fund must be freely transferable. It must be noted that according to BaFin the shares in the target funds must also be freely transferable unless they are granting redemption rights.
 - Financing at fund level is only permitted up to 20% of the gross asset value of the portfolio and only on a short term basis for bridging purposes.
 - In case of leverage at the levels below the closed-ended fund it is to differentiate between the following scenarios:
 - (i) If the closed-ended fund directly invests in real-estate companies within the meaning of No. 14a (thus corresponding to the German definition in § 2 para 4 No. 6 InvG) no leverage is permitted at the level of the real-estate companies under the current administrative praxis of BaFin; until now closed-ended funds (including funds subject to an investment supervision) could directly invest in real-estate companies which used leverage, and still qualify under No. 13; such qualification is no

nicht mehr möglich;

- (ii) investiert der geschlossene Fonds dagegen als „Dachfonds“ seinerseits über geschlossene, einer Investmentaufsicht unterliegende Immobilienfonds mittelbar in Immobiliengesellschaften, können die Immobiliengesellschaften in diesem Fall Leverage bis zur Höhe von 60 % des Verkehrswertes der von ihnen gehaltenen Immobilien einsetzen. Für Investoren, die der Versicherungsaufsicht unterliegen, sind Anlagen in geschlossene, einer Investmentaufsicht unterliegende Immobilienfonds, die Leverage auf Ebene ihrer Immobiliengesellschaften einsetzen, nur möglich über sog. „Captive Dachfonds“; denn eine Zuordnung unter Nr. 13 ist nicht mehr möglich.

longer permitted;

- (ii) If the closed-ended fund qualifies as a „fund-of-fund“ and makes indirect investments via closed-ended real estate funds which are subject to investment supervision, the real estate companies are permitted to use leverage not exceeding 60% of the market value of the real estate assets held by such real estate companies. Hence, investors which are subject to insurance supervision are only permitted to invest in supervised closed-ended real estate funds using leverage at the level of their real estate companies, if the investment is done via a so called “captive fund-of-funds”; it is no longer possible to qualify such investment under No. 13.

Neue Anlageklasse des § 2 (1) Nr. 14b (REITS)

Interessant könnte zukünftig die neue Anlageklasse der Nr. 14b (REITS) sein. Hiernach qualifiziert für die Immobilienquote auch Aktien in REIT-Aktiengesellschaften oder Anteile an einer vergleichbaren Kapitalgesellschaft mit Sitz in einem Staat des EWR oder Vollmitgliedstaat der OECD, die die Voraussetzungen des REIT-Gesetzes oder die vergleichbaren Vorschriften eines anderen Staates erfüllen. Die Vergleichbarkeit kann nach dem Rundschreiben als gegeben angesehen werden, wenn

- Mindestens 75% des Gesellschaftsvermögens in unbeweglichem Vermögen anzulegen sind,

New Asset Class of § 2 (1) No. 14b (REITS)

The newly introduced asset class of No. 14b (REITS) could become of interest in future. The Circular clarifies that REITS shares or shares of a comparable corporation with seat in an EEA or OECD country could qualify under the real estate quota for such purpose if such REIT / corporation is subject to the German REIT law or comparable rules under the laws of the other country. The foreign rules are considered comparable if the following is met :

- at least 75% of the assets must be invested in real estate,

- | | |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • die Bruttoerträge zu mindestens 75% aus der Vermietung und Verpachtung oder der Veräußerung von unbeweglichen vermögen stammen, • mindestens 90% des Gewinns laufend ausgekehrt werden, • die Fremdmittelaufnahme auf 70% des Gesellschaftsvermögens begrenzt oder ein Eigenkapital von mindestens 30% des unbeweglichen Vermögens vorhanden ist und • ein in der Satzung der Gesellschaft festgelegtes gebundenes Dotationskapital (Kapital, mit dem die Sponsoren haften) voll eingezahlt ist. | <ul style="list-style-type: none"> • at least 75% of the gross income must arise from rent and leasing or the sale of such real estate, • at least 90% of the profits must be distributed on an ongoing basis • leverage may not exceed 70% of the assets or equity of at least 30% of the real estate must exist and • the articles must provide for a fix fully paid in allotted capital (covering the sponsors' liabilities). |
|---|--|

Eine Börsennotierung scheint für Zwecke der Vergleichbarkeit nicht erforderlich zu sein.

The listing on a stock exchange does not seem to be a requirement.

III. Ausländische Investmentanteile

III. Investments in Foreign Investment Funds

Offene Ausländische Investmentfonds

Open-ended Foreign Investment Funds

Ausländische Investmentanteile sind auch weiterhin grundsätzlich für das gebundene Vermögen geeignet, sofern diese von einer Investmentgesellschaft mit Sitz in einem anderen Staat des EWR ausgegeben werden, die zum Schutz der Anleger einer öffentlichen Aufsicht unterliegt. Da das Erfordernis einer öffentlichen Aufsicht eine wirksame Kontrolle gewährleisten soll, ist eine registerrechtliche Aufsicht nicht ausreichend.

Investments in foreign investments fund continue to qualify for the restricted assets provided that the fund is based in the EEA and subject to an investment supervision. The latter is not deemed to be the case if the fund is only subject to registration requirements.

Der Fonds muss mit Rücknahmerechten ausgestattet sein. Das Rundschreiben legt erstmals

The fund must permit redemptions, i.e. be open-ended. The Circular explains what this means in

schriftlich dar, was dies im Sinne des Versicherungsaufsichtsrechts bedeutet und weicht hier von den Anforderungen des Investmentgesetzes ab:

Bei Immobilien-Sondervermögen muss vertraglich sichergestellt sein, dass die Rückgabe der Anteile innerhalb von 6 Monaten möglich ist, bei Infrastruktur und Sonstigen Sondervermögen (§§ 90g ff. InvG) (mit Ausnahme von Sonstigen Sondervermögen mit überwiegend liquiden Anlagen) innerhalb von 7 Monaten. Bei Spezial-Sondervermögen mit überwiegendem Anlage-schwerpunkt in Immobilien und Infrastruktur gelten diese Fristen entsprechend. Lock-up Perioden sind ausgeschlossen. Es kann vorgesehen werden, dass bei Vorliegen außergewöhnlicher Umstände, die Rücknahme der Anteile ausgesetzt werden darf, wenn die eine Aussetzung unter Berücksichtigung der Interessen der Anleger erforderlich erscheint.

Vergleichbarkeit

Darüber hinaus muss das ausländische Investmentvermögen Anforderungen unterworfen sein, die denen für Sondervermögen nach Nr. 15 vergleichbar sind. Das Rundschreiben legt hierzu nur die zum großen Teil bisher schon als ungeschriebene Verwaltungspraxis geltenden Regeln fest zu der Frage, wann Vergleichbarkeit zu einem deutschen Investmentvermögen gegeben ist. Damit ein ausländisches Investmentvermögen als mit einem deutschen Immobilien-Sondervermögen vergleichbar angesehen wird, müssen insbesondere folgende Voraussetzungen erfüllt sein:

terms of the insurance administrative practice and in diverts from the criteria under the German Investment Act:

Real estate funds will only be deemed open ended if their fund rules permit redemptions at least once within 6 months, and infrastructure funds and so called "Other Funds" (§§ 90g et seq. InvG) (excluding Other Funds mainly investing in liquid assets) funds will only be deemed open-ended if redemptions are possible within 7 months. The same rules apply to Spezialfonds (with only institutional investors) with investment focus on real estate and infrastructure. Lock-up period are excluded but it can be provided that redemptions may be suspended in case of extraordinary events which justify such suspension considering the interests of the investors.

Comparability

Moreover, the foreign investment fund pursuant to No. 15 must be subject to requirements to which a German investment fund is subject. With respect to the question when a foreign fund would be considered to be subject to requirements comparable to a German fund, the Circular does not contain any surprises but it now lists expressly the requirements reflecting an administrative practice which has - for the most part - already been in place. A foreign investment fund is deemed comparable to a German fund, if

- | | |
|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • Die Arten der erwerbbaaren Vermögensgegenstände und annähernd die Anlagegrenzen müssen sich nach den Vertragsunterlagen entsprechen; • Derivate dürfen nur zur Absicherung eingesetzt werden und Leerverkäufe müssen ausgeschlossen sein; • Etwaigen Kreditaufnahmen dürfen, bezogen auf den Verkehrswert des Immobilienbestands des Investmentvermögens, 60% nicht überschreiten; und • Die Liquiditätsanlage muss der eines deutschen Immobilien-Sondervermögens entsprechen. | <ul style="list-style-type: none"> • according to the fund rules the eligible assets correspond more or less to the restrictions under the German Investment Act; • derivatives may only be used for hedging purposes and short sales must be excluded; and • any leverage may not exceed 60% of the market value of the real estate assets held by the fund and investments in liquid assets must be restricted as foreseen under the Investment Act. |
|--|---|

Spezialfonds

Ein ausländischer Spezialfonds ist insbesondere dann mit einem Spezialfonds nach den Vorschriften des InvG vergleichbar, wenn vertraglich sichergestellt ist, dass sich die Arten der erwerbbaaren Vermögensgegenstände entsprechen und die Anforderungen an deutsche Spezialfonds erfüllt werden. Die kurzfristige Kreditaufnahme ist zudem bis auf 30% des Inventarwerts zu beschränken. Bei einem ausländischen Spezialfonds mit Anlageschwerpunkt in Immobilien darf die langfristige Kreditaufnahme, bezogen auf den Verkehrswert des Immobilienbestandes, 60% nicht übersteigen.

IV. Inkrafttreten

Der Tag des Inkrafttretens des Rundschreibens ist unklar. Das Rundschreiben sieht selbst kein

German “Spezialfonds”

A foreign special investment fund (Spezialfund) is comparable to a German Spezialfund if the fund rules provide that the eligible assets and the requirements of the Investment Act which apply to German Spezialfonds (with only institutional investors) need to be met. Notwithstanding the foregoing, short term financing must be limited to 30% of the assets and in the case of a foreign Spezialfund making investments in real estate assets leverage is permitted up to a maximum of 60% of the market value of the real estate assets.

IV. Taking Effect

It is unclear when the Circular is taking effect. The Circular itself does not mention a specific date.

bestimmtes Datum vor. Daraus könnte man den Schluss ziehen, dass es mit dem Tag der Veröffentlichung in Kraft treten soll. Manche lesen aber in dem Verweis auf eine Sammelverfügung an alle Versicherungsunternehmen, welches zum 1.6.2011 in Kraft tritt, dass das gleiche auch für das Rundschreiben gelten soll.

V. Anmerkungen

Das Rundschreiben erfüllt nicht alle Erwartungen im Hinblick auf Klarstellungen zu den Änderungen der Anlageverordnung aus dem letzten Jahr im Hinblick auf die Beteiligungsklasse und die neue Anlageklasse für geschlossene Immobilienfonds. Die restriktive Verwaltungspraxis der BaFin im Hinblick auf Leverage auf Ebene von Immobiliengesellschaften und ausländischer einer Investmentaufsicht unterliegender geschlossener Immobilienfonds, die nunmehr nicht mehr unter Nr. 13 subsumierbar sein sollen, ist sehr kontrovers. Erfreulich sind allerdings die Klarstellungen im Hinblick auf die Verwaltungspraxis zu Anlagen in offene ausländische Investmentfonds und Anlagen in ausländische REITS.

Bei Fragen zögern Sie bitte nicht, die nachstehend aufgeführten Anwälte zu kontaktieren.

Mit freundlichen Grüßen
P+P Pöllath + Partners

This would typically mean that it is to be respected as of the date of its publication. However, according to some the Circular only takes effect as of June 1 due to a reference in the Circular to an administrative notice made to all insurance companies which becomes effective as of June 1, 2011.

V. Comments

The Circular does not bring all clarifications with respect to last year's amendments which were introduced to the Ordinance in particular those concerning the asset classes of participations and closed-ended real estate funds. The expressed restrictive administrative practice regarding leverage at the level of real estate companies and the view that closed-ended real estate funds subject to an investment supervision shall no longer qualify under No. 13 is highly controversial. However, the clarifications with respect to investments in open ended foreign investment funds and in foreign REITS are helpful.

For further questions please do not hesitate to contact one of the lawyers listed below.

Best regards
P+P Pöllath + Partners

Frankfurt

Dr. Andreas Rodin
+49 (69) 247047 – 17
andreas.rodin@pplaw.com

Berlin

Uwe Bärenz
+49 (30) 25353 – 122
uwe.baerenz@pplaw.com

Patricia Volhard, LL.M.
+49 (69) 247047 – 16
patricia.volhard@pplaw.com

Amos Veith, LL.M.
+49 (30) 25353 – 124
amos.veith@pplaw.com

Dr. André Kruschke
+49 (69) 247047 – 16
andre.kruschke@pplaw.com