



Patricia Volhard, LL.M.  
RECHTSANWÄLTIN UND PARTNERIN  
P+P PÖLLATH + PARTNERS, Frankfurt/Main

PATRICIA VOLHARD, LL.M. | P+P PÖLLATH + PARTNERS

10

## Darlehensfonds für institutionelle Investoren unter Berücksichtigung der aktuellen aufsichtsrechtlichen und steuerlichen Entwicklungen

Darlehensfonds sind in diesen Tagen eine sehr gefragte Anlageform für deutsche institutionelle Investoren. Diese Entwicklung ist zum Teil bedingt durch das neue regulatorische Umfeld, dem deutsche Versicherungsunternehmen, Versorgungswerke und Pensionskassen unterliegen. Hierauf hat nun auch die Bankenaufsicht reagiert und die restriktive Verwaltungspraxis im Hinblick auf Darlehensvergabe durch Fonds aufgeweicht. So ist die Darlehensvergabe durch Fonds nun unter gewissen Voraussetzungen zulässig und unterliegt nicht mehr der Erlaubnispflicht nach KWG. Der nachfolgende Artikel stellt das neue regulatorische Umfeld dieser Darlehensfonds und ihrer Investoren dar und erläutert die steuerlichen, ebenfalls im Wandel befindlichen Aspekte dieser Anlageklasse.

### Das aufsichtsrechtliche Umfeld deutscher institutioneller Investoren

Deutsche Versicherungsunternehmen und Pensionskassen unterliegen der Anlageverordnung für die Anlage des gebundenen Vermögens. Hiernach dürfen diese Investoren ihr gebundenes Vermögen nur in bestimmte Anlageklassen investieren. Jede Anlageklasse hat ihre eigenen Voraussetzungen. Die Anlageverordnung, welche bis zum 3.3.2015 in Kraft war, erlaubte nur in begrenztem Umfang und unter sehr strengen Voraussetzungen die Anlage in Fonds, welche in Darlehen investieren. Dies hat sich mit Inkrafttreten der neuen Anlageverordnung zum 03.03.2015 geändert: Nach der neuen Anlageverordnung ist die Anlage in offene oder geschlossene Fonds, die zu 100% in Darlehen investiert sind, erlaubt, wenn es sich um EU-Fonds handelt, die durch einen voll regulierten Manager verwaltet werden, die über eine Erlaubnis nach der AIFM-Richtlinie verfügt. Unter gewissen Voraussetzungen ist auch die Anlage in Fonds mit Sitz

103



Dr. Peter Bujotzek, LL.M.  
RECHTSANWALT UND COUNSEL  
P+P PÖLLATH + PARTNERS, Frankfurt/Main

DR. PETER BUJOTZEK, LL.M. | P+P PÖLLATH + PARTNERS

in einem OECD Staat erlaubt, vorausgesetzt, dass der Manager einer vergleichbaren Aufsicht unterliegt, die Anlagestrategie des Fonds auf das langfristige Halten der Darlehen ausgerichtet ist und der Manager im Vorfeld des Investments eine umfassende Due Diligence vornimmt.

Deutsche Versorgungswerke (spezielle Pensionseinrichtungen für bestimmte Berufsklassen), die nicht der Aufsicht der BaFin unterstehen, unterliegen nicht direkt der Anlageverordnung, aber unterwerfen sich dieser per interner Statuten oder nach Landesrecht.

Während die Anlageverordnung auf Versicherungsunternehmen nur noch bis Ende 2015 anwendbar ist, bleibt sie für Versorgungswerke und Pensionskassen weiterhin relevant. Ab Januar 2016 gelten für die meisten Versicherungsunternehmen die Regelungen nach Solvency II.

Auch unter Solvency II bestehen Anreize für diese Investoren, in Darlehensfonds zu investieren. So ist bei der in Solvency II angelegten Durchschau das Abstellen auf die Darlehen vorteilhaft, da die Anlage in Darlehen in vielen Fällen für Zwecke der Eigenmittelunterlegung vorteilhafter ist als die Anlage in Eigenkapital.

Dieses positive neue regulatorische Umfeld ist aber nur dann interessant, wenn es ausreichend Produkte (Darlehensfonds) gibt, damit Investoren von den neuen regulatorischen Spielräumen Gebrauch machen können. Dem wird zum Teil durch die neue bankenaufsichtsrechtliche Entwicklung Rechnung getragen.

### **Das neue bankaufsichtsrechtliche Umfeld für Darlehensfonds**

Eine wichtige Entwicklung diesen Jahres im deutschen Investmentrecht ist der Wendepunkt bei der aufsichtsrechtlichen Behandlung der Darlehensvergabe durch Investmentfonds. Bisher war die gewerbliche Darlehensvergabe in Deutschland ausschließlich Banken vorbehalten.

### ■ Bisherige Rechtslage in Deutschland

Bisher war es Fonds bis auf wenige Ausnahmen untersagt, Darlehen zu vergeben. Dieses Verbot betraf auch die Darlehensvergabe durch ausländische Fonds an Darlehensnehmer in Deutschland. Soweit die Produktregulierung es zuließ, konnten Investmentfonds bisher nur bereits bestehende Darlehensforderungen erwerben und bedienten sich hierzu sog. „Frontingbanken“. Diese Banken vergaben Darlehen und veräußerten die Darlehensforderung anschließend an den Fonds. Aber auch diese Lösung erwies sich als nur bedingt geeignet. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) stellte die Auszahlung von Darlehen ebenso wie die Änderung der Vertragsbedingungen oder Prolongation eines Darlehens der Darlehensvergabe gleich. Auch eine stufenweise Auszahlung verschiedener Tranchen eines Darlehens war durch den Fonds nicht möglich.

### ■ Rechtslage im europäischen Ausland

Mit der Einstufung der isolierten Darlehensvergabe als Bankgeschäft geht Deutschland deutlich über die Vorgaben aus Brüssel hinaus. Die europäische Bankenregulierung sieht eine Bankerlaubnis nur für Institute vor, die sowohl die Darlehensvergabe als auch das Einlagengeschäft betreiben. Dementsprechend ist das Auflegen von Darlehensfonds im europäischen Ausland, wie zum Beispiel in den beliebten Fonds-Standorten Großbritannien, Luxemburg und Irland, möglich. Die europäische Fondsregulierung trifft hierzu keine allgemeine Aussage. Die Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Richtlinie) reguliert nur die Fondsmanager nicht aber die Fondsprodukte. Dort, wo der europäische Gesetzgeber aber einen Rechtsrahmen für einzelne Fondsprodukte zur Verfügung stellt (EuVECA, EuSEF und ELTIF), ist die Vergabe von Gesellschafterdarlehen ausdrücklich erlaubt.

### ■ Neue Verwaltungspraxis der BaFin in Deutschland

Im Rahmen der Bestrebungen der letzten Jahre, einen einheitlichen europäischen Markt für Investmentfonds herzustellen, hat europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) nun angedeutet, sich der einheitlichen Regulierung von Darlehensfonds anzunehmen. Im Vorgriff hierauf hat die BaFin ihre

bisherige Verwaltungspraxis zur Darlehensvergabe im Hinblick auf deutsche Fonds grundlegend geändert. Mit Schreiben von 12.05.2015 gab die BaFin bekannt, dass sie die Darlehensvergabe durch deutsche Fonds in Zukunft als Bestandteil der kollektiven Vermögensverwaltung durch den Fondsmanager betrachtet, und damit der Investmentaufsicht des Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) unterstellt. Da die Investmentaufsicht aufgrund einer Ausnahmenvorschrift des KWG rechtlich strikt von der Bankaufsicht getrennt ist, hat die BaFin die Darlehensvergabe durch deutsche Fonds den Regelungen der Bankaufsicht entzogen.

### ■ Auswirkungen der neuen Praxis auf nicht-deutsche Fonds

Obwohl die Bereichsausnahme des KWG entsprechend auch für Manager von EU-Fonds und sogar Drittstaatenfonds gilt, vertritt die BaFin nun die Auffassung, dass die neue Verwaltungspraxis jedenfalls nicht entsprechend auch auf Drittstaatenfonds Anwendung finden könne. Die Bereichsausnahme des § 2 Abs. 1 Nr. 3c KWG solle vielmehr nur dann gelten, wenn bei der ausländischen AIF-Verwaltungsgesellschaft von einer vergleichbaren Aufsicht wie bei inländischen Kapitalverwaltungsgesellschaften ausgegangen werden könne. Dies sei nur dann der Fall, wenn die ausländische Verwaltungsgesellschaft voll AIFM-Richtlinie konform sei. Eine Vertriebsanzeige eines Drittstaatenfondsmanager für den Vertrieb an professionelle Anleger solle hingegen nicht ausreichen, da hierfür gerade keine Vergleichbarkeit der Aufsicht erforderlich sei.

Diese Auffassung ist nicht nur zweifelhaft, weil sie gegen den ausdrücklichen Wortlaut der Bereichsausnahme des KWG (§ 2 Abs. 1 Nr. 3c) verstößt, sondern auch weil sie ausländische Verwaltungsgesellschaften und deren Fonds diskriminiert. So wird für deutsche Manager deutscher Fondsgesellschaft nur die Einhaltung gewisser Anforderungen (hierzu nachfolgend) der AIFM-Richtlinie, nicht hingegen volle Konformität mit der AIFM-Richtlinie gefordert.

### ■ Anstehende Gesetzesänderungen

Eine unbeschränkte Darlehensvergabe durch Investmentfonds wird aber zum Teil kontrovers unter dem Schlagwort „Schattenbanken“ diskutiert. Wie bereits im Schreiben der BaFin angekündigt, soll die Darlehensvergabe durch deutsche

Investmentfonds auch nicht uneingeschränkt zulässig sein und daher im KAGB im Rahmen des OGAW-V-Umsetzungsgesetzes umfassend reguliert werden.<sup>1</sup> Die anstehenden Regelungen gelten nur für deutsche Fonds. Offen bleibt die Behandlung von nicht deutschen Fonds.

Nach dem seit dem 03.07.2015 zur Konsultation gestellten Entwurf ist beabsichtigt, die Darlehensvergabe ausschließlich deutschen geschlossenen Spezialfonds (also Fonds, die ausschließlich professionellen und semi-professionellen Investoren vorbehalten sind und keine Rückgaberechte vorsehen) vorzubehalten.

Außerdem soll die Darlehensvergabe an einen einzelnen Darlehensnehmer auf 20% des Investitionskapitals des Fonds, beschränkt werden. Der Fonds selbst soll Kredite nur bis zur Höhe von 30% des Investitionskapitals aufnehmen dürfen. Darlehen an Verbraucher sind unzulässig. Gesellschafterdarlehen werden auch als „Darlehen“ angesehen, so dass auch Private Equity-Fonds unter die neuen Regelungen fallen, allerdings mit gewissen Erleichterungen, vorausgesetzt die Gesellschafterdarlehen übersteigen nicht die Eigenkapitalinvestition sowie insgesamt 30% des Investitionskapitals des Fonds vorgesehen.

Wichtig und erfreulich ist, dass Modifizierung und Prolongation von Darlehensverträgen nicht mehr als „Darlehensvergabe“ angesehen wird. Daher können auch offene Investmentfonds, die keine Darlehen vergeben dürfen, Darlehen restrukturieren, solange ihnen nur der Erwerb dieser Darlehensforderungen erlaubt ist. Der Erwerb von Darlehensforderungen soll auf maximal 50% des Nettoinvestments beschränkt werden.

Außerdem sollen alle „Darlehensfonds“ im angemessenen Rahmen zusätzliche Anforderungen an das Risiko- und Liquiditätsmanagementsystem erfüllen, wenn sie Darlehensforderungen erwerben oder Darlehen außer Gesellschafterdarlehen vergeben. Das Risikomanagement soll sich an den Vorgaben zur Darlehensvergabe durch Banken orientieren. Daneben sind gewissen Wohlverhaltensregeln zu beachten. Diese Vorgaben sollen auch für nur registrierte Fondsmanager von

---

<sup>1</sup> Bei Redaktionsschluss lag das Gesetz nur in Entwurfsform vor (Stand: 03.07.2015).

Darlehensfonds gelten, für die das KAGB eigentlich aufgrund der geringen Größe der verwalteten Fonds im Wesentlichen keine Anwendung findet.

Keine Anwendung finden die neuen Vorschriften auf die bisher bereits eingeschränkt zulässige Darlehensvergabe durch Immobilienfonds und Unternehmensbeteiligungsgesellschaften.

### Steuerliche Aspekte

Die Besteuerung von Darlehensfonds und ihren Anlegern hängt maßgeblich von der Rechtsform des Fondsvehikels ab. Während die Rechtsform teilweise aufsichtsrechtlich vorgegeben wird, fehlt es allerdings an einer gesetzlichen Abstimmung zwischen den aufsichtsrechtlichen Vorgaben und den steuerlichen Folgen. Steuerlich können sämtliche Besteuerungsregime zur Anwendung kommen:

- Handelt es sich bei einem Darlehensfonds um einen Investmentfonds im Sinne des Investmentsteuergesetzes („*InvStG*“), gelten die speziellen investmentsteuerlichen Regeln (sog. Semi-Transparenz).
- Andernfalls gelten abhängig von der Rechtsform des Darlehensfonds die Besteuerungsregeln für sog. Personen-Investitionsgesellschaften (§ 18 *InvStG*) oder Kapital-Investitionsgesellschaften (§ 19 *InvStG*).
- Die geltenden investmentsteuerlichen Regeln werden voraussichtlich zum 01.01.2018 grundlegend geändert. Am 21.07.2015 veröffentlichte das Bundesministerium der Finanzen einen entsprechenden Diskussionsentwurf eines Investmentmodernisierungsgesetzes („*InvStRefG-E*“), welches sich derzeit in der öffentlichen Konsultation befindet.

Unabhängig von dem im Einzelfall geltenden Besteuerungsregime unterliegen Erträge aus Darlehensfonds, d.h. Zinsen und zinsähnliche Erträge, bei nicht steuerbefreiten deutschen institutionellen Anlegern grundsätzlich in voller Höhe der Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer (Gesamtsteuerlast: ca. 30%). Dementsprechend sind Darlehensfonds keine steuerlich motivierten Produkte.

Gleichwohl spielen steuerliche Aspekte bei Darlehensfonds eine zentrale Rolle. Zu den relevanten Aspekten zählen unter anderem: Vermeidung einer steuerlichen Mehrfachbelastung durch die Zwischenschaltung des Fondsvehikels; Reduktion von Quellensteuern, Erwerbbarkeit der Darlehensfondsanteile für bestimmte steuerbefreite Anleger und für Spezialfonds.

### Investmentfonds gemäß InvStG

Darlehensfonds sind nur dann als Investmentfonds im Sinne des InvStG (Investmentsteuergesetz) zu qualifizieren, wenn sie die investmentsteuerliche Produktregelung einhalten. Das ist der Fall, wenn

- der Darlehensfonds „offen“ ist (d.h. seinen Anlegern Rückgaberechte gewährt) oder börsennotiert,
- in bestimmten Vermögensgegenständen angelegt ist (wobei unverbriefte Darlehensforderungen grundsätzlich uneingeschränkt erwerbbar sind) und bestimmte Vorgaben in Bezug auf die Investitionstätigkeit, z.B. Anlage nach dem Grundsatz der Risikomischung oder Beschränkungen von Leverage, einhält (was bei Darlehensfonds ebenfalls typischerweise möglich ist); und
- die vorstehenden Anlagegrenzen in der Fondsdokumentation reflektiert sind.

Da nach der Empfehlung der BaFin und den geplanten Gesetzesänderungen deutsche Darlehensfonds nur als geschlossene Spezialfonds aufgesetzt werden sollen, dürften deutsche Darlehensfonds nur ausnahmsweise als Investmentfonds zu qualifizieren sein, nämlich wenn sie börsennotiert sind und die vorgenannten Produktregeln im Übrigen einhalten.

Ist ein inländischer Darlehensfonds ein Investmentfonds, ist er von der deutschen Ertragsbesteuerung befreit (§ 11 InvStG). Bei ausländischen Darlehensfonds hängt die Besteuerung auf Fondsebene von dem nationalen Recht ab, wobei die „klassischen“ Fondsjurisdiktionen (z.B. Luxemburg, Irland) für sämtliche gängigen Fondstypen eine Steuerbefreiung vorsehen.

Die einem steuerpflichtigen institutionellen Anlegern zuzurechnende Zins- oder zinsähnlichen Erträge aus einem Investmentfonds sind steuerpflichtig, unabhängig davon, ob sie vom Fonds ausgeschüttet werden oder thesauriert (sog. ausschüttungsgleiche Erträge).

Bei steuerbefreiten institutionellen Anlegern unterfallen sämtliche Erträge aus einem Investmentfonds der subjektiven Steuerbefreiung. Insofern sind als Investmentfonds konzipierte Darlehensfonds für diese Anlegergruppe geeignet. Letzteres gilt auch für institutionelle Anleger, die über einen Spezial-Investmentfonds investieren, der mithin seinerseits die investmentsteuerliche Produktregulierung einhalten muss. Denn für einen (Spezial-)Investmentfonds stellen Anteile an anderen Investmentfonds unbeschränkt erwerbbar Vermögen Gegenstände dar.

### **Personen-Investitionsgesellschaften**

Ein Darlehensfonds in der Rechtsform einer (inländischen oder ausländischen) Personengesellschaft, der kein Investmentfonds ist, ist eine Personen-Investitionsgesellschaft im Sinne von § 18 InvStG. Damit gelten die allgemeinen Besteuerungsregeln für Personengesellschaften und ihre Gesellschafter. Dies dürfte im Ergebnis auch künftig nach Inkrafttreten des InvStRefG-E gelten.

### **■ Gewerblichkeit versus Vermögensverwaltung**

Eine Personengesellschaft ist für Einkommensteuerzwecke kein eigenes Steuersubjekt. Einkommensteuersubjekte sind die Anleger selbst. Aus Sicht deutscher institutioneller Anleger ist relevant, ob der Darlehensfonds im steuerlichen Sinn vermögensverwaltend oder gewerblich ist. Dies hängt zum einen von der rechtlichen Struktur des Fonds ab (gewerbliche Prägung oder Entprägung), zum anderen davon, ob die von dem Fonds ausgeübte Tätigkeit als gewerblich im steuerlichen Sinn zu beurteilen ist.

Maßgeblich für die Frage der gewerblichen Prägung bzw. Entprägung sind rein formale Kriterien. Insofern besteht im Rahmen der Strukturierung ein faktisches Wahlrecht. Ausländische Fonds in der Rechtsform einer Personengesell-



schaft, die nicht gezielt für deutsche steuerliche Zwecke entprägt wurden, sind aufgrund ihrer Struktur regelmäßig gewerblich geprägt.

Die Grenze der Vermögensverwaltung zum Gewerbebetrieb wird nach ständiger Rechtsprechung überschritten, wenn die Ausnutzung substantieller Vermögenswerte durch Umschichtung gegenüber ihrer Nutzung im Sinne einer Fruchtziehung aus zu erhaltender Substanz in den Vordergrund tritt. Dabei ist auf das Gesamtbild der Tätigkeit abzustellen und sind die Besonderheiten der Wirtschaftsgüter zu beachten. Wendet man die hierzu von der Rechtsprechung und der Finanzverwaltung entwickelten – hier nicht weiter dargestellten – Grundsätze auf die Tätigkeit von *Loan Originating Funds* an, dürften diese typischerweise als vermögensverwaltend einzustufen sein.

#### ■ Vor- und Nachteile des Steuerstatus

Ob ein vermögensverwaltender oder gewerblicher Status eines als Personengesellschaft organisierten Darlehensfonds für einen institutionellen Anleger vorteilhaft ist, hängt zum einen von der Art des Anlegers ab, zum anderen davon, ob es sich um einen inländischen oder ausländischen Darlehensfonds handelt.

So ist es beispielsweise für steuerbefreite Pensionskassen nicht empfehlenswert, (direkt) in eine gewerbliche Personengesellschaft zu investieren. Denn aufgrund älterer Rechtsprechung des Bundesfinanzhofs kann nicht ausgeschlossen werden, dass hierdurch ihre subjektive Steuerbefreiung entfallen würde.

Auch (Spezial-)Investmentfonds werden wegen der für sie geltenden investimentsteuerlichen Produktregulierung nur ausnahmsweise in gewerbliche Personengesellschaften investierten dürfen, etwa wenn die Gesellschaftsanteile als „Wertpapiere“ zu qualifizieren sind.

Hingegen ist für andere steuerpflichtige institutionelle Anleger (z.B. Sachversicherungen) ein gewerblicher Status eines als eine ausländische Personengesellschaft organisierten Darlehensfonds in der Regel vorteilhaft. Denn bei diesen Anlegern sind Erträge aus gewerblichen Personengesellschaften effektiv von der Gewerbesteuer befreit (§ 9 Nr. 2 GewStG). Dies gilt auch, wenn – wie

typischerweise bei ausländischen Fonds – gar keine deutsche Gewerbesteuer auf Fondsebene anfällt.

### **Kapital-Investitionsgesellschaften**

Darlehensfonds, die keine Investmentfonds und keine Personengesellschaften sind, sind derzeit als Kapital-Investitionsgesellschaften (§ 19 InvStG) zu qualifizieren.

Inländische Kapital-Investitionsgesellschaften (z.B. eine geschlossene Spezial-Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital oder ein geschlossenes Spezial-Sondervermögen) dürften aufgrund der Körperschaft- und Gewerbesteuerbelastung auf Fondsebene derzeit als Fondsvehikel ungeeignet sein.

Investitionen von institutionellen Anlegern in ausländische Kapital-Investitionsgesellschaften sind hingegen steuerlich weitgehend unkritisch. Bei steuerpflichtigen Anlegern kann zwar die Hinzurechnungsbesteuerung zur Anwendung kommen. Dies führt jedoch im Ergebnis typischerweise nicht zu einer höheren Steuerlast, sondern lediglich zu bestimmten Steuererklärungspflichten (§ 18 AStG).

### **Investmentfonds gemäß InvStG-E**

Nach dem InvStRefG-E soll der Anwendungsbereich der Investmentbesteuerung erweitert werden. Ab 2018 sollen unter das neue Investmentsteuergesetz („InvStG-E“) sämtliche OGAW und AIF fallen, also auch sämtliche Darlehensfonds; ausgenommen sind lediglich Personengesellschaften, die keine OGAW sind. Auf die Einhaltung der derzeit geltenden Produktregulierung soll es grundsätzlich (d.h. für die Publikums-Investmentfonds) nicht mehr ankommen.

#### **■ Publikums-Investmentfonds**

Das derzeit geltende Prinzip der Semi-Transparenz soll für Publikums-Investmentfonds (d.h. alle Investmentfonds, die keine Spezialfonds sind) durch ein

intransparentes Besteuerungsregime ersetzt werden. Dementsprechend sollen bei (inländischen und ausländischen Publikums-) Investmentfonds künftig inländische Dividendeneinnahmen, inländische Immobilienerträge (Mietserträge und Veräußerungsgewinne) und sonstige inländische Einkünfte der deutschen Körperschaftsteuer (15%) unterliegen.

Bei Darlehensfonds dürften damit im Wesentlichen (nur) Einkünfte aus ergebnisabhängigen Darlehen oder ähnlichen Fremdkapitalinstrumenten (partiarische Darlehen, Genussrechte) sowie aus mit deutschen Immobilien besicherten Darlehen der Körperschaftbesteuerung unterliegen; insoweit wirkt die Besteuerung auf Fondsebene definitiv und belastet (steuerpflichtige wie steuerbefreite) institutionelle Anleger. Erträge aus sonstigen Darlehen bleiben auf Fondsebene steuerfrei.

### ■ Spezial-Investmentfonds

Das intransparente Besteuerungsregime soll nicht für Spezial-Investmentfonds gelten. Für sie soll das investmentsteuerliche Prinzip der Semi-Transparenz fortgelten. Zwar soll es gegenüber der aktuellen Rechtslage erheblich modifiziert werden, nämlich im Wesentlichen auf die Kapitalertragsteuer beschränkt werden. Im Ergebnis dürften aber die Besteuerungsfolgen bei Spezial-Investmentfonds im Sinne des InvStG-E zu qualifizierenden Darlehensfonds weitgehend den – grundsätzlich günstigen bzw. „akzeptablen“ – Steuerfolgen bei Investmentfonds im Sinne des aktuellen InvStG entsprechen; vgl. oben.

Spezial-Investmentfonds gemäß InvStG-E sind Investmentfonds, die

- nicht mehr als 100 Anleger haben, die keine natürlichen Personen sind; im Unterschied zur derzeitigen Rechtslage soll künftig auch eine mittelbare Beteiligung von natürlichen Personen über Personengesellschaften schädlich sein für den Status als Spezial-Investmentfonds; und
- die derzeit für alle Investmentfonds geltende investmentsteuerliche Produktregulierung einhalten (vgl. oben); allerdings soll künftig das Erfordernis der Gewährung von Rückgaberechten nicht mehr durch eine Börsennotierung

ersetzt werden können. Damit würde die aufsichtsrechtliche Vorgabe, deutsche *Loan Originating Loans* zwingend als geschlossene Spezialfonds aufzusetzen, gleichsam deren steuerliche Einstufung als Spezial-Investmentfonds ausschließen.

**Fazit: Erfreuliche Entwicklung, die leider im Hinblick auf ausländische Verwaltungsgesellschaften hinter den Erwartungen zurückbleibt**

Das neue regulatorische Umfeld ist ohne Zweifel zu begrüßen. Nachdem die Banken als klassische Kreditgeber Kredite zunehmend zurückhaltender vergeben und die Nachfrage nach Darlehensfonds zunehmend steigt, ist die Zulassung in Deutschland erfreulich. Sie stellt einen wichtigen Schritt in der Vereinheitlichung des europäischen Marktes dar. Bedauerlich ist aber die Haltung der BaFin zu nicht deutschen Fonds. Es ist nicht angemessen, in dem internationalen Investitionsumfeld nur deutschen Fonds zu erfassen. Auch (oder gerade) die Anlage in nicht europäische Fonds stellt einen sehr wichtigen Aspekt für institutionelle Investoren dar. Es bleibt also auch hier wieder zu hoffen, dass der deutsche oder europäische Gesetzgeber sich dem Thema annehmen wird. Idealerweise würden hierbei auch steuerliche Implikationen berücksichtigt werden.

patricia.volhard@pplaw.com | peter.bujotzek@pplaw.com