

Dr. Thomas Müller, Frankfurt am Main

Regulatorische Rahmenbedingungen für Investitionen in Real Assets*

I. Überblick

Konservative Langfristanleger – wie Einrichtungen der bAV – sind angesichts der andauernden Niedrigzinsphase weiterhin auf der Suche nach attraktiven Investments inner- und außerhalb der sicheren Anleihen. Dabei haben schon vor Jahren einige größere Einrichtungen der bAV die Assetklasse der sog. Real Assets für sich entdeckt.

Als Real Assets bezeichnet man Anlagen in Sachwerte wie erneuerbare Energien, Wald und Immobilien, aber auch Investitionen in Infrastrukturbauten (Brücken, Straßen, Wasserwege, Flughäfen, Schienen,- Telekommunikations- und Energienetze, Schulen sowie Krankenhäuser) und andere öffentliche Einrichtungen. Neben den derzeit viel diskutierten Investitionen in das Fremdkapital (Debt) dieser Anlagen besteht für Anleger auch die Möglichkeit, in Form von privaten Unternehmensbeteiligungen in das Eigenkapital entsprechender Gesellschaften zu investieren. Mit anderen Worten: in Private Equity.

Derartige Engagements können in einem Portfolio zur Verbesserung der risikobereinigten Rendite beigemischt werden, denn sie korrelieren nur wenig mit traditionellen Anlageklassen wie Aktien und Anleihen. Mit Real Assets erzeugt man zudem einen gewissen Inflationsschutz, da in Zeiten hoher Inflation eine Outperformance gegenüber den herkömmlichen Assetklassen erzielt werden kann. Sie gelten als wertsta-

bil und erwirtschaften langfristig stabile Cash-Flows, die gut mit den langfristigen Verbindlichkeiten der Einrichtungen der bAV harmonieren. Auch ist der globale Bedarf an Investitionen der OECD-Länder in Infrastruktur groß. Das leitet sich u.a. aus der Notwendigkeit an Instandhaltungs- bzw. Erweiterungsinvestitionen bestehender Infrastruktur (z.B. Transportinfrastruktur wie Straßen) sowie der Entstehung neuer Investitionsfelder (z.B. Telekommunikationsinfrastruktur wie Glasfaser) ab. Das McKinsey Global Institute kommt im Jahre 2017 auf einen jährlichen Investitionsbedarf von 3,7 Bill. USD¹.

Dennoch sind viele Einrichtungen bis heute nicht oder nur in einer der Möglichkeiten von Real Assets (etwa Immobilien) investiert. Viele fragen sich: Wie investiere ich mit überschaubaren Ressourcen langfristig erfolgreich in diese komplexe Assetklasse? Was muss man wissen? Welche Kapazitäten sind aufzubauen? Welche Vorkehrungen sind zu treffen, um sich an einer langfristigen attraktiven Rendite erfreuen zu können?

Kennzeichen von Real Assets ist deren Illiquidität. Diese Eigenschaft steht kurzfristigen Gewinnmitnahmen diametral entgegen. Das führt dazu, dass Real Asset Investments sehr lange gehalten werden und der Investor bei Erwerb auf eine nachhaltig gute Qualität bei seiner Investition achten muss. Hierzu gehört nicht nur eine sehr genaue Due-Diligence mit entsprechender Risikobewertung, sondern auch, dass eine hinreichende Diversifizierung angestrebt wird.

II. Administrative Herausforderungen

Die administrative Seite ist herausfordernder als bei anderen Asset Klassen. So wird im Regelfall die Investitionssumme nicht einmalig abgerufen, sondern im Zeitablauf, abhängig vom Investitionsfortschritt. Die Administration muss deshalb nicht nur die im Bestand befindlichen Vermögensgegenstände abbilden, sondern auch darstellen, wie viel von der Investitionssumme bereits abgerufen wurde und welche Mittel wann für zukünftige Abrufe zur Verfügung stehen müssen.

Außerdem ist im Rahmen der Administration die Bewertung der Anlagen nicht einfach. Anders als bei Investments in liquiden, institutionalisierten und öffentlichen Märkten gibt es bei Real Assets nur selten frei verfügbare Vergleichswerte. Umso

* Vortrag gehalten auf der Tagung der Fachvereinigung Pensionskassen am 10.9.2019 in Bonn.

1 McKinsey Global Institute: „Bridging Global Infrastructure Gaps“, 2017.

wichtiger ist es, dass z.B. ein mandatiertes Manager Datenmaterial zur Verfügung stellt, mit dem die gelieferten Bewertungen von den Einrichtungen validiert werden können.

III. Zugang zu den Investitionen

Wie erwirbt man Real Assets? In der Praxis finden sich zwei Anlagestrategien. Das ist der direkte oder der indirekte Erwerb. Erstere bedeutet die Akquisition oder Entwicklung eines spezifischen Projektes oder eines Projektportfolios in Eigenregie, während die indirekte Anlage als Beteiligung an einem durch Dritte geführten Projektportfolio verstanden wird. Wenn sich eine Einrichtung dafür entscheidet, direkt zu investieren, muss intern Kompetenz aufgebaut und zur Absicherung sollten externe Berater hinzugezogen werden.

Wann entscheidet man sich für die direkte Anlagestrategie? Es wird zum einen davon abhängig sein, ob vorhandene Strukturen (z.B. Risikomanagement / Recht & Compliance / Finanzen & Controlling) genutzt werden können. Zum anderen, welches Investitionsvolumen die Geschäftsleitung für dieses Segment plant. Losgelöst vom Einzelfall wird eine direkte Anlagestrategie wohl erst ab einer Größenordnung von mindestens 100-200 Mio. EUR in Erwägung zu ziehen sein. Der Vorteil in der direkten Investition liegt darin, dass der Investor die Kontrolle über die Investition direkt ausübt und auf die Bezahlung von Fonds-/Managergebühren verzichten kann. Der Aufbau von Personal und die Hinzuziehung von verschiedenen Experten sollten im Rahmen einer Kostenanalyse mit den externen Lösungen verglichen werden. Oft zeigt sich, wenn man die Manager und Fondsggebühren mit den eigenen Kosten eines Teams nebst Beratern gegenüberstellt, dass die Ersparnisse geringer ausfallen als ursprünglich gedacht.

Indirekte Investitionen erlauben eine höhere Diversifikation, da sich die Einrichtung an einem größeren Projektportfolio beteiligen kann. Anstreben sollte man, einen Manager zu finden, der im Segment der Projektführung und Finanzierung ein erfahrenes Managementteam besitzt sowie Zugang zu einer attraktiven Projektpipeline hat.

IV. Anforderungen an ein Investitionsvehikel

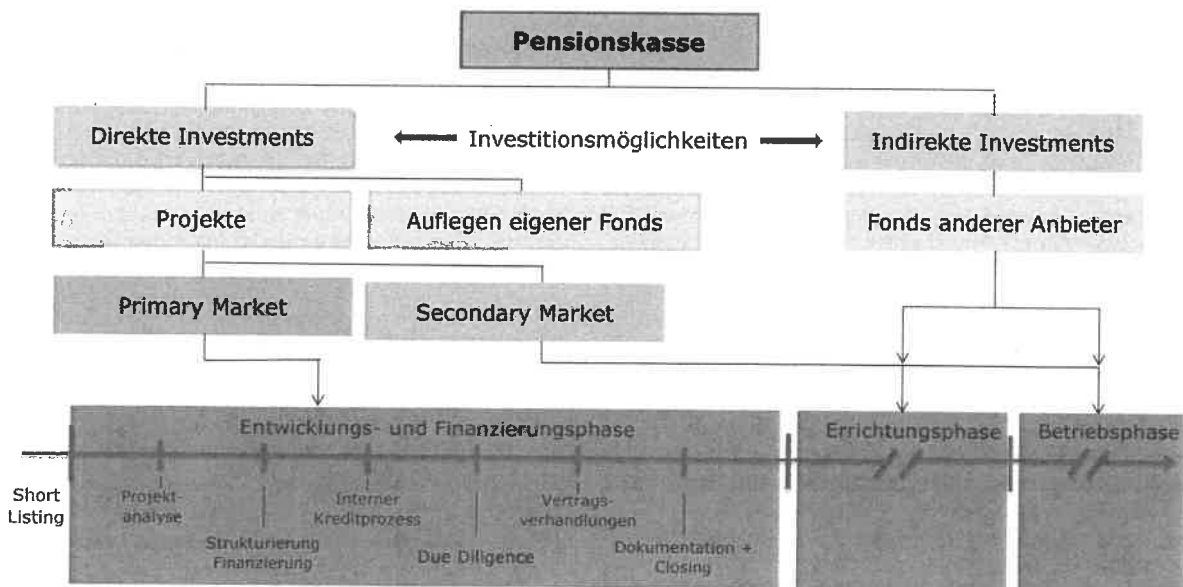
Die Einrichtung muss sich fragen, in welchem steuerlichen Feld sie sich bewegt (steuerpflichtiger oder steuerbefreiter Investor).

So kann z.B. nicht ausgeschlossen werden, dass internationale Immobilien / Infrastruktur Equity Positionen (z.B. Personengesellschaften, die Infrastruktur wie Windparks halten) aufgrund ihrer Tätigkeit, ihrer Struktur (gewerbliche Prägung) oder gewerblicher Abfärbung aus deutscher oder ausländischer Sicht gewerbliche Einkünfte vermitteln. Handelt es sich bei der Einrichtung der bAV um einen steuerbefreiten Investor, so muss eine steuerliche Infektion aufgrund der Beteiligung an einem Real Asset vermieden werden. Zur Vermeidung dieses Risikos bedarf es dann entweder der Nutzung von zwischengeschalteten Kapitalgesellschaften oder einem anderweitigen Vehikel².

Das erklärt die Suche nach einer geeigneten Struktur, die es ermöglicht, den bestehenden steuerlichen und aufsichtsrechtlichen Anforderungen gerecht zu werden. Folgende Eigenschaften sollte die Struktur aufweisen:

² Bärenz, Die Nutzung Luxemburger Investmentgesellschaften für Private-Equity-Anlagen durch steuerbefreite Investoren in: Transaktionen, Vermögen, Pro Bono: Festschrift zum zehnjährigen Bestehen von P + P S. 417.

Übersicht 1 : Investitionsmöglichkeiten und -wege



- Das eingesetzte Vehikel darf bei einem steuerbefreiten Investor die Steuerbefreiung nicht gefährden. Hierzu muss sie insbesondere eine Vermittlung von gewerblichen Einkünften verhindern (Abschirmwirkung). Bei steuerpflichtigen Investoren sollten steuerliche Zusatzbelastungen vermieden werden.
- Eine Besteuerung der Einkünfte auf Ebene der genutzten Beteiligungsstruktur sollte vermieden oder weitestgehend reduziert werden.
- Ausschüttungen sollten nicht mit Quellensteuer belastet werden. Die Nutzung von Doppelbesteuerungsabkommen sollte möglich sein.
- Die Kosten des eingesetzten Vehikels für die Errichtung / laufenden Betrieb sollten effizient gestaltbar sein³.

V. Rechtsraum

Im Rahmen ihrer strategischen Überlegungen muss die Einrichtung sich nicht nur darüber Gedanken machen, welches Investitionsvehikel obige Anforderungen abbildet, sondern strategisch ist auch zu entscheiden, in welchem Rechtsraum dieses Investitionsvehikel aufgelegt werden soll. Der Weg über die Grenze (z.B. nach Luxemburg oder Irland) bringt erst einmal neue und oft auch komplexere Anforderungen durch das ausländische Steuer-, Gesellschafts- und Investmentrecht mit sich, welche nicht zwingend mit der deutschen Gesetzgebung vergleichbar sind. Gleichzeitig folgt hieraus eine höhere Erklärungsbedürftigkeit gegenüber den Gremien der Einrichtung, sobald ein ausländischer Finanzplatz bevorzugt wird.

1. Deutschland

Möchte die Einrichtung in Deutschland über Fonds/ Real Assets erwerben, dann wird man zunächst über den offenen Spezial-AIF gem. § 284 KAGB mit festen Anlagebedingungen nachdenken. Dieser ist jedoch in der Anlage der erwerblichen Gegenstände („Eligible Assets“) beschränkt, sodass derzeit diskutiert wird, ob gerade für alternative Investments ein Spezial-AIF gem. § 282 KAGB das geeignetere deutsche Vehikel im Fondsegment darstellt.

Der allgemeine Spezial-AIF gemäß § 282 KAGB wurde mit Umsetzung der AIFM-Richtlinie als neue Art von Investmentvermögen eingeführt und ist bisher noch weniger verbreitet.

Es zeichnet ihn aus, dass er weder auf einen Katalog zulässiger Vermögensgegenstände beschränkt ist, noch bestimmte Maximalgrenzen für einzelne Anlageklassen einhalten muss. Im Rahmen des § 282 KAGB Spezial AIF kann in alle Vermögensgegenstände angelegt werden, sofern deren Verkehrswert ermittelt werden kann.

Mit Inkrafttreten des KAGB wurde die Anlagevorschrift für Spezial-AIF damit quasi „zweiteilt“ und neben dem Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen nach § 284 KAGB durch § 282 KAGB ein weiterer Spezialfonds-Typus geschaffen, der sog. allg. offene Spezial-AIF. § 282 KAGB ermöglicht damit die Auflage von Spezialfonds ohne Beachtung jedweder Beschränkung hinsichtlich der Anlagepolitik (insbesondere zulässiger Vermögenswerte)⁴.

³ Bärenz, a.a.O. (Fn. 2), S. 418.

⁴ Ernde/Dornseifer/Dreibus. KAGB, 2. Auflage 2019, § 282 Rn. 2.

2. Luxemburg

Der Fondsstandort Luxemburg ist interessant im Bereich der Real Assets, da der Staat Luxemburg die Fonds-Industrie seit Jahrzehnten als Kernindustrie betrachtet und diese entsprechend fördert. Dabei ist Luxemburg in sehr pragmatischer Weise und in den letzten Jahren mit enormer Geschwindigkeit unterwegs. Die Luxemburger Toolbox von Investmentvehikeln unterscheidet hierbei zwischen den regulierten Investmentgesellschaften und den unregulierten Holdinggesellschaften sowie zwischen solchen mit oder ohne Rechtspersönlichkeit. Ein Investor, der die deutsche Grenze verlassen möchte, wird sich mit den Begrifflichkeiten wie

- FCP⁵
- SICAV⁶
- SICAR⁷
- SIF⁸
- RAIF⁹

auseinandersetzen müssen.

VI. Steuerliche Aspekte

1. Direktanlage

Im Rahmen der Direktanlage werden alternative Investmentanlagen oft von Kommanditgesellschaften bzw. vergleichbaren ausländischen Personengesellschaften (Limited Partnership) gehalten, an denen sich der Investor beteiligen kann. Bei Beteiligungen an Personengesellschaften sieht sich ein Investor wie etwa Pensionskassen, die gem. § 5 Abs. 1 Nr. 3 i.V.m. § 6 KStG von der Körperschaftsteuer und gem. § 3 Nr. 9 GewStG von der Gewerbesteuer befreit sind, mit der relevanten Frage konfrontiert, ob das Halten der Beteiligung steuerlich nachteilig sein kann. Konkret: ob die zu erwerbende Beteiligung gewerbliche Einkünfte vermittelt oder ob sich deren Tätigkeit im Bereich der reinen Vermögensverwaltung bewegt. Im Fall der Beteiligung an einer rein vermögensverwaltenden KG bleibt der Investor gem. § 5 Abs. 1 Nr. 3 i.V.m. § 6 KStG von der Gewerbesteuer befreit, da das für die Steuerbefreiung wesentliche Tatbestandsmerkmal der satzungsgemäßen Vermögensbindung auch weiterhin erfüllt bleibt. Wird die satzungsgemäße Vermögensbindung aufgehoben, so entfällt die Steuerfreiheit¹⁰ auch für die Vergangenheit. Eine Einrichtung der bAV wird voll körperschaftsteuerpflichtig, wenn sie ihr Vermögen oder ihre Einkünfte anderen als ihren satzungsgemäßen Zwecken dienstbar macht. Es ist mithin sehr darauf zu achten, dass die Verwaltung des Vermögens nicht die Grenze zum Gewerbebetrieb überschreitet¹¹.

2. Steuerliche Aspekte bei der indirekten Anlage

Wenn man sich für eine Fondsstruktur entschieden hat, ist zudem zu fragen, wie das Investmentsteuerrecht die Fondsstruktur bewertet.

⁵ Fonds commune de placement, ein vertraglich geregeltes Sondervermögen ohne rechtliche Persönlichkeit.

⁶ Ist die Abkürzung des französischen Begriffes *société d'investissement à capital variable* und bezeichnet eine nach luxemburgischem Recht gegründete Investmentgesellschaft mit variablem Grundkapital.

⁷ Die Luxemburger Investitionsgesellschaft SICAR (*Société d'investissement en capital à risque*) stellt ein im SICAR Gesetz reguliertes Instrument für Investitionen in Risikokapital dar und verfügt über eine eigene, von ihren Anlegern getrennte Rechtspersönlichkeit. Das luxemburgische Anlagevehikel SICAR darf ausschließlich in Risikokapital (Private Equity) investieren.

⁸ Specialised Investment Fund: Luxemburger Spezialfonds, der der ständigen Aufsicht durch die Finanzmarktaufsicht Luxemburg (CSSF) untersteht. Zur Geschäftsaufnahme bedarf der SIF der vorherigen Genehmigung.

⁹ Reserved Alternative Investment Fund – ein Fonds mit schneller Markteinführung und indirekter Regulierung über den Verwalter alternativer Investmentfonds.

¹⁰ H 13 KStR 2004.

¹¹ Wolf in: Fath/Herrmann/Linke/Schwind/Wolf, Pensionskassen – Grundlagen und Praxis, 2. Aufl. 2016, Rn. 1045.

Am 1. Januar 2018 ist das neue Investmentsteuergesetz („InvStG 2018“) in Kraft getreten. Das InvStG 2018 differenziert nicht mehr zwischen Investmentfonds einerseits und Kapital- bzw. Personen-Investitionsgesellschaften andererseits. Stattdessen wird nunmehr nur noch zwischen

- **Investmentfonds** nach Kapitel 2 des InvStG 2018 und
- **Spezial-Investmentfonds** nach Kapitel 3 des InvStG 2018

unterschieden.

Zu der Kategorie der Investmentfonds (Kapitel 2) gehören im Wesentlichen OGAW-Fonds sowie geschlossene AIF in der Ausgestaltung als Kapitalgesellschaft (z.B. Luxemburger SICAV) oder als Sondervermögen (z.B. Luxemburger FCP).

Für diese Fonds gilt seit dem 1. Januar 2018 – wie nach alter Rechtslage für Kapital-Investitionsgesellschaften i.S.d. § 19 InvStG 2004 – ein intransparentes Besteuerungssystem (§§ 6 ff. InvStG 2018) mit einer Besteuerung auf Fonds- und Anlegerebene.

Spezial-Investmentfonds (Kapitel 3) sind solche Investmentfonds, die zusätzlich die restriktiven Anlagebestimmungen des § 26 InvStG 2018 erfüllen (z.B. jährliches Rückgaberecht, Katalog erwerbbarer Vermögensgegenstände).

In der Praxis fallen insbesondere offene Spezial-AIF i.S.v. § 284 KAGB darunter, sofern sie die Anlagebestimmungen des § 26 InvStG 2018 erfüllen. Für diese Fonds bleibt es grundsätzlich (abgesehen von wenigen Modifikationen) beim bekannten semi-transparenten Besteuerungsprinzip (d.h. ausgeschüttete und ausschüttungsgleiche Erträge).

Infolge der Unterscheidung zwischen Investmentfonds (Kapitel 2 Fonds) und Spezial-Investmentfonds (Kapitel 3 Fonds) entstehen neue Möglichkeiten.

Der Kapitel-2-Fonds kann steuerlich in sämtliche Vermögenswerte investieren, die das Investmentaufsichtsrecht für Investmentvermögen als zulässig erachtet, d.h. insbesondere in jegliche Formen von Unternehmensbeteiligungen. Anlagegrenzen für einzelne Anlageklassen werden ihm nicht vorgeschrieben. Dieser unterliegt lediglich bei inländischen Einkünften (Beteiligungseinnahmen / Dividenden, Immobilienerträge, sonstige inländische Erträge) einer partiellen Körperschaftsteuerpflicht in Höhe von 15% inkl. Solidaritätszuschlag.

Ausländische Einkünfte hingegen sowie Zinsen etc. sind auf Ebene des Investmentfonds weiterhin nicht steuerpflichtig.

3. Aufsichtsrechtsrechtliche Hürden

Die Regelungen der Anlageverordnung (AnIV) i.V.m. dem Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) haben eine unmittelbare Geltung für kleine Versicherungsunternehmen (§ 211 VAG), Pensionskassen und Sterbekassen¹². Danach sind Anlagen des Sicherungsvermögens nur in bestimmte Vermögensgegenstände sowie nur innerhalb bestimmter Anlagegrenzen sowie Mischungs- und Streuungsquoten zulässig. Konkretisiert werden diese Vorgaben durch das Kapitalanlagerundschreiben. Das Kapitalanlagerundschreiben richtet sich (unmittelbar) an alle Unternehmen, die zum Erstversicherungsgeschäft zugelassen sind und unter die Vorschriften für „kleine Versicherungsunternehmen“ fallen (§§ 212 bis 217 Versicherungsaufsichtsgesetz VAG) sowie an deutsche Pensionskassen und Pensionsfonds.

Die Einordnung nach dem Katalog der Anlageverordnung hängt davon ab, in welche Asset Klasse investiert wird und ob man diese direkt oder indirekt (über Fonds) halten möchte.

a) Direkte Investitionen

Investiert die Einrichtung etwa direkt als Real Asset in eine Immobilie, sind die Vorgaben des § 2 Abs. 1 Nr. 14a) AnIV zu beachten.

Danach kann das Sicherungsvermögen angelegt werden in Immobilien in Form von bebauten, in Bebauung befindlichen oder zur alsbaldigen Bebauung bestimmten, in einem Staat des EWR oder in einem Vollmitgliedstaat der OECD belegenen Grundstücken, in dort belegenen grundstücksgleichen Rechten sowie in Anteilen an einem Unternehmen, dessen alleiniger Zweck der Erwerb, die Bebauung und Verwaltung von in einem solchen Staat belegenen Grundstücken oder grundstücksgleichen Rechten ist.

Möchte sie sich hingegen an einer Gesellschaft beteiligen, die Infrastrukturanlagen betreibt, bestimmt den regulatorischen Rahmen § 2 Abs. 1 Nr. 13a) AnIV. Danach sind Beteiligungen in Form von anderen voll eingezahlten Aktien, Geschäftsanteilen an einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung, Kommanditanteilen und Beteiligungen als stiller Gesellschafter i.S.d. Handelsgesetzbuchs für das Sicherungsvermögen qualifiziert, sofern das Unternehmen über ein Geschäftsmodell verfügt und unternehmerische Risiken eingeht. Der Unternehmenswert des Beteiligungsunternehmens darf sich nicht ausschließlich aus der Summe der Inventarwerte zusammensetzen. Der bloße Kauf und Verkauf sowie die Verwaltung von Kapitalanlagen (Sekundärgeschäft) innerhalb einer Beteiligungsgesellschaft stellen kein mit unternehmerischen Risiken verbundenes Geschäftsmodell aus Sicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) dar. Sofern es im Rahmen z.B. eines Infrastrukturengagements zu einer Beteiligung am Unternehmen oder Beteiligung am Unternehmen über einen Fonds kommt (Private Equity), ist nach der BaFin ein Beteiligungsmanagement erforderlich. Einrichtungen, die über die hierfür erforderlichen personellen und fachlichen Voraussetzungen nicht verfügen, sind gehalten, von Beteiligungsengagements abzusehen¹³.

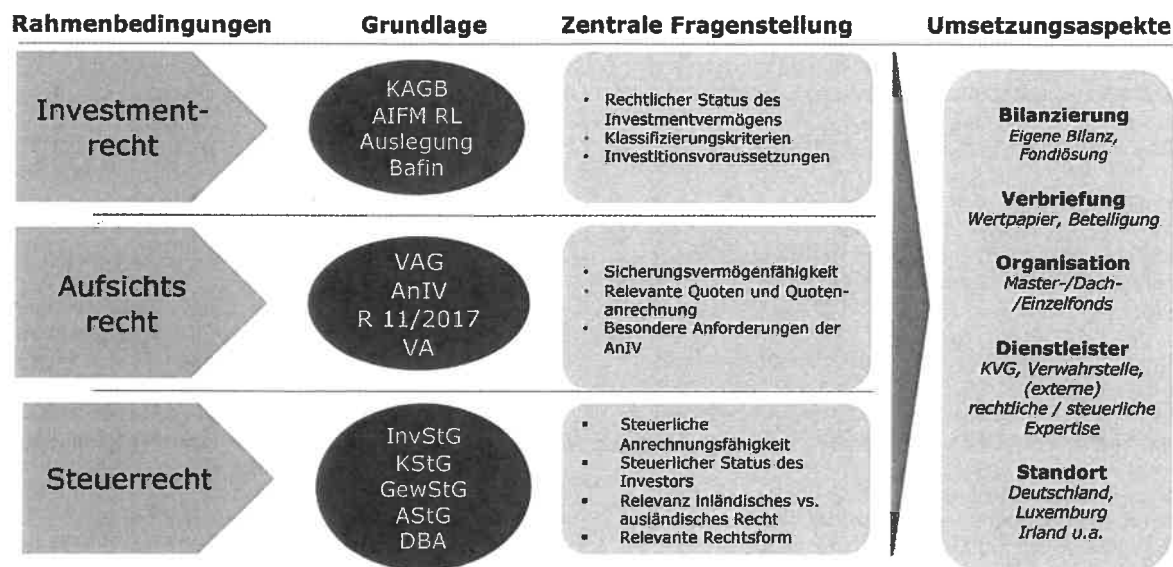
b) Fonds

Auch hier gilt: Nur wenn ein Fonds bestimmte Kriterien einhält, ist er aufsichtsrechtlich erwerbbar. Maßgeblich für die Zuordnung nach der AnIV ist, in welche Vermögensgegenstände der Fonds investiert. Sofern das Zielfortfolio in Immobilien angelegt wird, ist § 2 Abs. 1 Nr. 14c) AnIV (Immobilienfonds) die maßgebende Norm. Sofern der Fonds in Gesellschaften (typischerweise bei Infrastruktur), Eigenkapital bzw. eigenkapitalähnliche Instrumente investiert, so setzt § 2 Abs. 1 Nr. 13b) AnIV den regulatorischen Rahmen für die Erwerbbarkeit. Wenn der Fonds die Vorgaben nach § 2 Abs. 1 Nr. 13b) AnIV einhält, kann eine Investition im Rahmen der sog. Beteiligungsquote (15% des Sicherungsvermögens) erfolgen. Falls dies nicht möglich ist, kann ggf. eine Investition nach § 2 Abs. 1 Nr. 17 AnIV als sog. „alternative Anlage“ in Frage kommen. Hier gilt jedoch eine reduzierte Mischquote von 7,5% des Sicherungsvermögens. Zudem ist eine Beteiligung nur zulässig, wenn der Fonds und der Fondsmanager ihren Sitz in einem Staat des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) haben und von einem nach der AIFM-Richtlinie vollregulierten Manager verwaltet werden. Infolgedessen fallen interessante Fondsstandorte wie die USA, Australien, Kanada, Schweiz oder Japan in dieser Fallgestaltung weg.

¹² Teilweise durch Verweis von Landesgesetzen auch für Versorgungswerke.

¹³ Kapitalanlagerundschreiben 11/2017 (VA) B.4.9 Beteiligungen Nr. 13 a).

Übersicht 2: Rahmenbedingungen



Scheidet auch das aus, bleiben für den Investor strukturierte Lösungen, wie die Ausgestaltung als Schuldinstrument und mögliche Erwerbbarkeit als Schuldverschreibung (Nr. 8), nachrangige Forderung oder Genussrecht (Nr. 9) oder als ABS (Nr. 10).

c) Offene Fonds versus geschlossene Fonds: Begriffsverständnis der Versicherungsaufsicht

Wichtig ist im Rahmen der Strukturierung von Anlagen im Segment der Real Assets, dass man auf die Unterschiede zwischen der investmentaufsichtsrechtlichen und der versicherungsaufsichtsrechtlichen Einordnung von offenen und geschlossenen Investmentvermögen achtet.

Investmentaufsichtsrechtlich ist die Abgrenzung zwischen offenen und geschlossenen AIF generell wie folgt vorzunehmen: Nach der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 694/2014 zur AIFM Richtlinie gilt ein AIF als offen, wenn dessen Anteile vor Beginn der Liquidations- oder Auslaufphase auf Ersuchen eines Anteilseigners direkt oder indirekt aus den Vermögenswerten des AIF und nach den Verfahren und mit der Häufigkeit, die in den Vertragsbedingungen oder der Satzung, dem Prospekt oder den Emissionsunterlagen festgelegt sind, von dessen AIF Managementgesellschaft zurückgekauft oder zurückgenommen werden. Ist dies nicht der Fall, handelt es sich um einen geschlossenen AIF.

Anders sieht dies die Versicherungsaufsicht. Soweit versicherungsaufsichtsrechtlich zwischen offenen und geschlossenen Investmentvermögen unterschieden wird, ist die Definition maßgebend, wie sie sich aus § 1 Abs. 4 und 5 des KAGB in der bis zum 19. Juli 2014 geltenden Fassung ergibt. Dem-

nach sind offene Investmentvermögen OGAW und AIF, deren Anleger oder Aktionäre mindestens einmal pro Jahr das Recht zur Rückgabe gegen Auszahlung ihrer Anteile oder Aktien aus dem AIF haben.

VII. Fazit

Real Assets sind eine interessante, aber auch herausfordernde Investitionschance. Aufsichtsrechtliche und steuerliche Besonderheiten müssen bei Erwerb in der direkten oder indirekten Anlage berücksichtigt werden. Angesichts der problematischen Zinssituation wird diese Asset Klasse bei Einrichtungen der bAV aber weiterhin an Bedeutung gewinnen.

RA Dr. Thomas Müller ist Leitender Angestellter der Pensionskasse der Mitarbeiter der Hoechst-Gruppe VVaG und verantwortet bei dieser die Abteilung Recht & Compliance. Er ist Mitglied des Fachausschusses Kapitalanlage und Regulatorik der aba und vertritt diese bei PensionsEurope (PE) in der Arbeitsgruppe „Financial Markets Regulation“.

