

www.pwc.de

Der Entwurf des neuen Kapitalanlage- Rundschreibens

28. April 2017

Agenda

- I. Einführung - Anlageverordnung und Entwurf des neuen Kapitalanlagerundschreibens vs. Solvency II
Spezifische (Neu-)Regelungen in Bezug auf alternative Fondsinvestments auf Basis des Rundschreiben-Entwurfs:
- II. Geschlossene (Beteiligungs-)AIF nach Nummer 13 b) AnIV
- III. Transparente Spezial-AIF nach Nummer 16 AnIV
- IV. „Sonstige AIF“ nach Nummer 17 AnIV

*Anlageverordnung und Entwurf des neuen
Kapitalanlagerundschreibens vs. Solvency II
- Einführung zur „neuen Welt“ der Regulierung
von VAG Investoren*

I

Anlageverordnung und Entwurf des neuen Kapitalanlagerundschreibens vs. Solvency II

Im Rahmen der bezüglich ihrer Kapitalanlagen - in der Vergangenheit homogen regulierten - Gruppe der VAG Anleger ist seit dem 1. Januar 2016 **grundlegend zu unterscheiden** zwischen :

- **Versicherungen** - die seit 2016 grundsätzlich nicht mehr der Anlageverordnung, sondern **Solvency II** (d.h. dem System einer Risiko-basierten Kapitalunterlegung von Investments), unterliegen und
- VAG Anlegern, die hinsichtlich ihrer Kapitalanlagen **weiterhin** der Quoten-basierten Regulierung nach der **Anlageverordnung** unterliegen (d.h. Pensionskassen, Sterbekassen, kleine Versicherungen, Pensionsfonds, mittelbar Versorgungswerke).

Die Auslegung und Konkretisierung der Regelungen der Anlageverordnung durch die BaFin erfolgt im sogenannten „Kapitalanlagerundschriften“.

Das Kapitalanlagerundschriften befindet sich aktuell (noch) in der **Novellierung**.

Diese Präsentation basiert auf unserer derzeitigen Auslegung des **Konsultations-Entwurfs 16/2016** eines neuen Rundschreibens (folgend: „Entwurf“, „RS-E“ oder „Rundschreiben-Entwurf“).

Geschlossene Beteiligungs-AIF nach Nummer 13b) AnlV

II

Geschlossene Beteiligungs-AIF nach Nummer 13b) AnlV – (I)

Die BaFin führt im Rundschreiben-Entwurf aus, dass

*„Beteiligungen an geschlossenen **Private Equity Fonds**, die über ihre Zielbeteiligungsunternehmen unternehmerische Risiken eingehen, als Anlage im Sicherungsvermögen nach Nr. 13b) AnlV zugelassen sind.*

Es gilt der Gefahr einer Umgehung der Anlageverordnung entgegenzuwirken. Sonst nicht geeignete Anlagen oder anderen Risikokategorien zuzuordnende Anlagen dürfen auch nicht als Beteiligung nach Nummer 13b) AnlV verpackt werden“.

Grundlegende Fragestellung:

Bedeutet dies, dass ausschließlich **Private Equity Fonds** nach Nr. 13b) AnlV qualifizieren können und eine Einstufung von **Infrastruktur-Fonds** oder **Kreditfonds** als geschlossener AIF nach Nr. 13b) AnlV generell ausgeschlossen ist ?

Nach unserer aktuellen Einschätzung sollten - in Abhängigkeit vom Einzelfall und bei Erfüllung gewisser Bedingungen - prinzipiell auch Infrastruktur (Equity und Debt) Fonds sowie Kreditfonds der Nr. 13 b) AnlV zugeordnet und für die Beteiligungsquote von 15% des Sicherungsvermögens erworben werden können.

Geschlossene Beteiligungs-AIF nach Nummer 13b) AnIV – (II)

Erforderlich sollte es u.E. - dem Wortlaut der AnIV folgend - insoweit generell für eine Erwerbbarkeit sein, dass es sich um einen geschlossenen AIF (zur Unternehmensfinanzierung) mit Sitz in einem Vollmitgliedstaat der OECD handelt, dessen OECD domizilierter Manager über eine Erlaubnis nach § 20 Abs. 1 KAGB oder eine Registrierung nach § 44 KAGB bzw. eine vergleichbare Erlaubnis/Registrierung verfügt und der (direkt oder indirekt) in die in Nr. 13b) AnIV aufgeführten, qualifizierenden Vermögensgegenstände, nämlich

- Unternehmensbeteiligungen,
- eigenkapitalähnliche Instrumente,
- sowie andere Instrumente der Unternehmensfinanzierung, investiert.

Der Begriff „andere Instrumente der Unternehmensfinanzierung“ sollte nach unserer aktuellen Auffassung grundsätzlich Fremdkapitalinstrumente (wie Darlehen) umfassen.

Bei der Anlage eines geschlossenen Fonds in **Darlehen** muss allerdings - im Sinne der (bekannten bisherigen) Verwaltungspraxis der BaFin zu Nr. 13 AnIV, die auch im neuen Rundschreiben fortgeführt wird - zudem immer eine Aktivität im Sinne einer **Due Diligence** vor jeder Darlehensvergabe bzw. Investition und eines **Monitoring** erworbener Darlehen bestehen, um eine Einstufung als Beteiligungs-AIF gemäß Nr. 13 b) AnIV zu ermöglichen.

Geschlossene Beteiligungs-AIF nach Nummer 13b) AnlV – (III)

Nach unserer Einschätzung werden auch bei einer (Fremdkapital-)Beteiligung an Infrastrukturprojekten bzw. Projektgesellschaften generell entsprechende „unternehmerische Risiken“ eingegangen.

So führt auch die BaFin im Entwurf - allerdings zu Nr. 13a) AnlV - aus, dass

*„Anteile an Unternehmen, die ausschließlich in Beteiligungen (**einschließlich Infrastrukturbeteiligungen**) investieren, über Nr. 13a) AnlV dem Sicherungsvermögen zugeführt werden können“.*

Dies gilt nach der BaFin sogar auch für Anteile an bestimmten Immobilienbeteiligungsgesellschaften.

Geschlossene (Beteiligungs-)AIF nach Nr. 13b) AnlV – (IV)

Nach dem Rundschreiben-Entwurf

*„darf es auch bei einer Investition in **Zielfonds** nicht zu einer Umgehung der Anforderungen nach Nr. 13b) kommen; so sind beispielsweise Anteile/Aktien an Wertpapier-, Immobilien- oder Hedgefonds nicht als Zielfonds nach Nummer 13b) für das Sicherungsvermögen qualifiziert.*

Bei einer Investition über Dachfonds in Private Equity Fonds können die die Zielfonds verwaltenden Kapitalverwaltungsgesellschaften, entsprechend der Regelungen für Anlagen nach Nummer 13 a), ihren Sitz auch außerhalb der OECD haben.“

Wesentliche Frage :

- Bedeutet dies, dass jeder **Zielfonds** eines „13b-Dachfonds“ seinerseits sämtliche tatbestandlichen Voraussetzungen der Nr. 13b) AnlV zu erfüllen hat ?

Nach unserer aktuellen Auslegung sollte dies wohl nicht (vollumfänglich) erforderlich sein.

Es soll nach unserem Verständnis im Grundsatz lediglich ausgeschlossen werden, dass „**Strategie-fremde**“ Zielfonds - wie Hedgefonds oder Wertpapierfonds - durch einen Dachfonds im Sinne der Nr. 13b) AnlV erworben werden.

Diese Einschätzung wird auch durch die **Begründung** des Ordnungsgebers zur Neufassung der AnlV vom März 2015 gestützt in der explizit festgestellt wird, dass „bei einer Investition über (13b-)Dachfonds in Private Equity Fonds die Zielfonds nicht nach Nummer 13b qualifiziert sein müssen“.

Geschlossene (Beteiligungs-)AIF nach Nr. 13b) AnlV – (V)

Zulässigkeit eines Leverage ?

Nach der im Entwurf gewählten Formulierung ist bei geschlossenen AIF nach Nr. 13 b) AnlV

*„eine kurzfristige Fremdmittelaufnahme in Höhe von **10%** möglich“.*

Bei einer strengen Ausrichtung am Wortlaut des Entwurfs würde dies bedeuten, dass diese Begrenzung nicht nur auf der Ebene des geschlossenen AIF (als Dachfonds oder Holding) sondern auch auf den darunter liegenden Ebenen der Zielfonds und/oder Beteiligungsgesellschaften Anwendung findet.

Damit wäre ein **Leverage** bei Fonds nach Nr. 13b) AnlV **ausgeschlossen**.

Nach unserer derzeitigen Einschätzung sollte sich diese Begrenzung jedoch wohl - auch bei Fonds gemäß Nr. 13b) AnlV - lediglich auf die Dachfonds- bzw. Holdingebene beziehen, so dass ein Leverage auf den darunter befindlichen Ebenen prinzipiell zulässig wäre.

Insoweit führt die BaFin im Entwurf - allerdings zu Nr. 13a) AnlV - aus:

*„In Beteiligungsunternehmen, die der Nummer 13 **Buchstabe a** zuzuordnen sind, ist eine Fremdkapitalaufnahme grundsätzlich zulässig. Bei Holdinggesellschaften ist eine kurzfristige Fremdmittelaufnahme in Höhe von 10% zur Liquiditätssteuerung unbedenklich“.*

Transparente Spezial-AIF nach Nr. 16 AnlV – Spezifische Anlagerestriktionen

III

Transparente Spezial-AIF nach Nr. 16 AnlV – (I)

Spezifische Anlagerestriktionen

Für den - häufig als Master-Poolingvehikel von VAG Anlegern genutzten - offenen und transparenten Spezial-AIF nach Nr. 16 AnlV gelten auch nach dem Rundschreiben-Entwurf spezifische versicherungsaufsichtsrechtliche Anlagerestriktionen, beispielsweise:

- Unverbriefte Darlehen dürfen (wie auch bisher) nur bis zu **30%** des NAV erworben werden.
- Derivate dürfen nur - wie bei UCITS - gemäß § 197 Abs. 1 und 2 KAGB eingesetzt werden.
- Sonstige Anlageinstrumente gemäß § 198 Nr. 1 KAGB sind auf bis zu 20%, sonstige Anlageinstrumente gemäß § 198 Nr. 1 bis 4 KAGB sind auf insgesamt bis zu 30% des NAV beschränkt.
- Investiert ein offener Fonds nach Nr. 16 in **Zielfonds**, müssen diese ebenfalls **offen** und für das Sicherungsvermögen qualifiziert sein.
- Anteile an offenen Zielfonds nach Nr. 17 sind auf bis zu **30%** des NAV zu beschränken.

Transparente Spezial-AIF nach Nr. 16 AnlV – (II)

Spezifische Anlagerestriktionen

Wichtige Fragestellung : „Erwerbbarkeit geschlossener Fonds“ ?

Nach unserer aktuellen Einschätzung sollten geschlossene (Ziel-)Fonds als Wertpapiere durch ein transparentes Investmentvermögen nach Nr. 16 AnlV prinzipiell - in Abhängigkeit vom konkreten Einzelfall - erworben werden können, wenn diese die investimentrechtlichen Anforderungen an **Wertpapiere in der Form von Anteilen an einem geschlossenen Fonds** nach Maßgabe der Regelungen für UCITS-Fonds erfüllen (vgl. § 197 Abs. 1 Nr. 7 KAGB i.V.m. Art. 2 Abs. 2 a), b) der UCITS Durchführungsrichtlinie 2007/16/EG).

„Sonstige AIF“ nach Nummer 17 AnIV

IV

„Sonstige AIF“ nach Nummer 17 AnlV - (I)

Durchschau auf die Zielfonds

Der Entwurf sieht vor, dass

„wenn ein AIF nach Nummer 17 in Zielfonds investiert, diese Zielfonds ebenfalls für das Sicherungsvermögen qualifiziert sein müssen.

Bei Anlagen in Dach-Hedgefonds können die Zielfonds jedoch auch außerhalb des EWR belegen sein. Dabei ist darauf zu achten, dass sämtliche Zielfonds Hedgefonds sind und Anforderungen unterliegen, die mit § 283 KAGB vergleichbar sind.“

Konsequenzen :

- Bei einer strengen Orientierung am Wortlaut des Rundschreiben-Entwurfs ist ein Zielfonds grundsätzlich nur dann für einen Dach-AIF nach Nummer 17 erwerbbar, wenn dieser (seinerseits) die Voraussetzungen eines nach § 2 Abs. 1 Nr. 16 oder 17 AnlV investierbaren Investmentvermögens erfüllt.
- Es würde also nunmehr - auch bei Dachfonds nach Nr. 17 AnlV- eine **Durchschau** auf die einzelnen Zielfonds für Zwecke der Erwerbbarkeit für das Sicherungsvermögen erfolgen (dies stellt u.E. einen Widerspruch zum Wortlaut der AnlV und der pauschalen Zurechnung von Investments nach Nr. 17 AnlV zur AIF Quote von 7,5% dar; vgl. § 3 Abs. 2 Nr. 1 AnlV).

„Sonstige AIF“ nach Nummer 17 AnlV - (II)

Durchschau auf die Zielfonds

- D.h. ein Zielfonds - der seinerseits nach Nr. 17 AnlV qualifizieren und damit erwerbbar sein soll - muss danach generell in der EU domiziliert sein (sofern nicht die o.g. „Hedgefonds-Ausnahmeregelung“ eingreift) und von einer Managementgesellschaft mit Sitz im EWR verwaltet werden, die über eine AIFM/KVG Erlaubnis nach § 20 KAGB oder eine vergleichbare Erlaubnis verfügt.
- Folglich können Dach-AIF, die (direkt) in „Offshore“/nicht-EU Zielfonds investieren, im Grundsatz **nicht** (mehr) Nr. 17 AnlV zugeordnet und insoweit für die AIF Quote von 7,5% des Sicherungsvermögens erworben werden.
- Dies hat für alternative Dachfonds gemäß Nr. 17 AnlV eine erhebliche Einschränkung des Anlageuniversums in Bezug auf potentielle Zielfonds zur Folge (nach unseren Erfahrungen entsprechen die wenigsten Dach-AIF den Anforderungen an Dach-Hedgefonds im obigen Sinne).

„Sonstige AIF“ nach Nummer 17 AnlV - (III) Durchschau auf Darlehen und Bonds / Kreditfonds

Der Entwurf sieht in Bezug auf den Anlagegrundsatz der Sicherheit vor, dass

„Investmentvermögen, deren Guidelines oder Bedingungen Vermögensanlagen unterhalb einer Speculative-Grade-Bonität zulassen (etwa unterhalb von B- nach S&P) **nicht** für das Sicherungsvermögen geeignet sind“.

Auswirkungen auf Kreditfonds :

Sollte sich diese Vorgabe - bei einer strengen Ausrichtung am Wortlaut des Entwurfs - nicht lediglich auf versicherungsaufsichtsrechtlich transparente Investmentvermögen nach Nr. 15 und 16 AnlV, sondern auch auf (grundsätzlich intransparente) AIF nach Nr. 17 AnlV beziehen, müsste auch bei diesen „sonstigen AIF“ insoweit eine Durchschau auf die gehaltenen, einzelnen Darlehen und Bonds für Zwecke einer Erwerbbarkeit für das Sicherungsvermögen erfolgen.

D.h. auch ein „sonstiger AIF“ nach Nr. 17 AnlV dürfte keine Darlehen / Bonds mit einem Rating schlechter als B- halten.

Ihre Ansprechpartner



Dr. Joachim Kayser

Partner

PwC Alternative Investment
Group



Friedrich-Ebert-Anlage 35-37
60325 Frankfurt am Main

Telefon: +49 69 9585 6758
Mobil: +49 151 1222 2436
E-Mail: joachim.kayser@de.pwc.com



Guido Schlikker

Senior Manager

PwC Alternative Investment
Group



Friedrich-Ebert-Anlage 35-37
60325 Frankfurt am Main

Telefon: +49 69 9585 5078
Mobil: +49 160 5364714
E-Mail: guido.schlikker@de.pwc.com