Mehr **Beinfreiheit**

Am 25. Februar verabschiedete das Bundeskabinett die Änderung der Anlageverordnung. Versicherer und andere Pensionseinrichtungen dürfen nunmehr in Darlehensforderungen – beispielsweise im Bereich Infrastruktur – investieren.

Mit fast zweijähriger Verspätung ist sie nun doch da, die neue Anlageverordnung (AnlV). Gerade noch rechtzeitig, bevor sie zum 1. Januar 2016 für viele Investoren wieder obsolet wird – für größere europäische Versicherungsunternehmen gilt ab nächstem Jahr ja bekanntlich das Solvency-II-Reglement. Als „größer" gelten solche Unternehmen, die mehr als fünf Millionen Euro Beiträge im Jahr einnehmen oder über 25 Millionen versicherungstechnische Rückstellungen verfügen.

Anwendungsbereich

Für das gebundene Vermögen anderer Versicherer und Pensionskassen gilt wie gehabt das Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) in Verbindung mit der – nun neuen – Anlageverordnung. Für Pensionsfonds gilt die Pensionsfondskapitalanlageverordnung, die in fast allen Punkten inhaltsgleich mit der Anlageverordnung ist und ebenfalls die entsprechenden Neuerungen erfuhr. „Auch Versorgungswerke wurden auf die Anlageverordnung verpflichtet beziehungsweise haben sie in ihrer Satzung für sich als verbindlich erklärt. Hinter den Änderungen der Anlageverordnung stehen zwei große Treiber: zum einen die niedrigen Zinsen, die flexible Möglichkeiten im Credit-Bereich erforderlich machen. Und zum anderen mussten die Begrifflichkeiten der AIFM-Direktive und des KAGB eingearbeitet werden", beschreibt Walter Vogl, Geschäftsführer des Finanzdienstleisters hs. Financial Products, den Stand der Dinge.

Die oftmals angesprochene Infrastrukturquote kam zwar nicht, aber die wichtigste materielle Änderung ist die Neueinführung einer fünfprozentigen Quote für High-Yield-Darlehen. Auf einer Look-Through-Basis gilt sie sowohl für Direktinvestments als auch für solche über Investmentfonds.

> » Mit der neuen Anlageverordnung werden Infrastrukturinvestments, Senior-Secured-Darlehen und Real-Estate-Darlehen erleichtert. «
>
> **Frank Herring,** Rechtsanwalt und Partner bei Allen & Overy

„Damit werden Infrastrukturinvestments, Senior-Secured-Darlehen und Real-Estate-Darlehen zur Finanzierung von Grundstücken erleichtert", erklärt Frank Herring, Rechtsanwalt bei Allen & Overy.

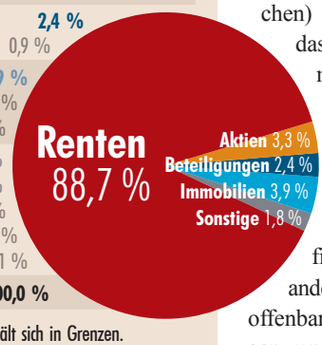
Bislang waren nämlich Fonds, die mehr als 30 Prozent unverbriefte (Infrastruktur-) Darlehen hielten, für VAG-regulierte Investoren nicht investierbar. „Infrastrukturfondsinvestments waren für sie nur als Equity-Investments oder über Bonds möglich. Wollten sie in Infrastrukturdarlehensfonds investieren, um auch die damit verbundene Illiquiditätsprämie zu vereinnahmen, war das bisher nicht möglich", so Herring.

Nun kann auch ein Fonds, der zu mehr als 30 Prozent in Darlehen investiert, problemlos erworben werden. Noch nicht ganz geklärt ist allerdings die Frage, ob ein solcher Darlehensfonds dann unter die Nummer 17 einzuordnen ist (7,5-Prozent-Quote für alternative Assets) oder ob der Investor die Möglichkeit hat, diesen Fonds auch unter der Nummer 16 (Spezialfonds, die von den Möglichkeiten des KAGB weitgehend Gebrauch machen) zu erwerben. Herring sieht das so: „Vom Wortlaut her müsste man eindeutig zu dem Schluss kommen, dass ein Darlehensfonds auch unter Nummer 16 erworben werden kann. Das Problem ist, dass die Begründung für die finale Anlageverordnung etwas anderes suggeriert." Hier gibt es offenbar unterschiedliche Meinungen, und man wird sehen, wie die Praxissicht der Bafin aussehen wird.

Anlagestruktur Lebensversicherungen

Deutsche Erstversicherer per 31. 12. 2013

	in Mrd. Euro	% der Kapitalanlage
Renten	**706,4**	**88,7 %**
Aktien, davon	**26,0**	**3,3 %**
direkt gehalten		0,2 %
über Fonds		3,1 %
Beteiligungen, darunter	**18,7**	**2,4 %**
Private Equity	7,3	0,9 %
Immobilien, davon	**31,0**	**3,9 %**
direkt gehalten		2,7 %
über Fonds		1,2 %
Sonstige, darunter	**13,9**	**1,8 %**
ABS direkt gehalten	2,7	0,3 %
ABS über Fonds	4,5	0,6 %
Hedgefonds	1,7	0,2 %
Rohstoffe	0,9	0,1 %
Insgesamt	**796,1**	***100,0 %**



Der Anteil alternativer Investments hält sich in Grenzen.

* Rundungsdifferenzen können ein Ergebnis von leicht über oder unter 100 Prozent verursachen. **Quelle:** GDV

FOTO: © VICHAYA KIATYING-ANGSULEE | DREAMSTIME.COM

Investoren, die sich für Infrastrukturdarlehen interessieren, verfügen dank der neuen Anlageverordnung in diesem Bereich zukünftig über deutlich mehr Spielraum.

Durch die neu eingeführte Fünfprozentquote für High-Yield-Darlehen werden neben Infrastrukturinvestments jetzt auch Investitionen in andere Darlehensforderungen vereinfacht – beispielsweise in Darlehen, bei denen der Schuldner kein Rating hat, in unverbriefte Darlehen oder in echte High-Yield-Darlehen. „Vorher mussten Investoren zu immer komplexeren Strukturen greifen, die dann auch einen Teil der zusätzlichen Rendite wieder aufzehrten", beobachtet Vogl. Rechtsanwalt Herring kann das bestätigen: „Im Rahmen meiner anwaltlichen Tätigkeit gehe ich oft mit zu Pitch-Gesprächen der Asset Manager. Die Vertriebsleute nehmen nämlich gern spezialisierte Anwälte mit, um den Investoren die Struktur, die sie entwickelt haben, vermitteln zu können. Das Interesse der Investoren an Infrastrukturinvestments ist auf jeden Fall da, aber es gab bisher zum Teil Vorbehalte, was die dazu notwendigen Strukturen betrifft."

Oliver Roll, Geschäftsführer des Asset-Management-Consultants 4AlphaDrivers sieht ebenfalls eine gewisse Überbetonung von Strukturierungsfragen: „Gerade die Frage der Vehikel und möglichen Implementierung von Investitionsideen spielt bisher eine mindestens ebenso große Rolle wie die für den Anlageerfolg deutlich wichtigeren Dimensionen Rendite und Risiko."

Neben der Fünfprozentquote für High-Yield-Darlehen wurde auch eine 7,5-Prozent-Quote für alternative Investments eingeführt. Darunter fallen dann Hedgefonds, Commodities und alles, was sonst nicht direkt für eine Versicherung erworben werden kann, zum Beispiel bestimmte Wertpapiere, die nicht gelistet und nicht auf einem anderen anerkannten Markt gehandelt werden. „Hedgefonds sind beispielsweise zwingend unter die Nummer 17 einzuordnen", merkt Herring an.

Alternative Investments

Er erklärt auch gleich, warum es wichtig ist, unter welcher Nummer die Darlehensfonds einzugruppieren sind: „Viele Versicherer haben die Quote unter Nummer 17 noch ganz frei, aber den einen oder anderen Versicherer belastet diese Quote. Wenn solche Investoren dann im Rahmen der wertvollen Alternative Asset-Quote etwas hineinkaufen, sollte dieses Investment eine Rendite von sechs Prozent und mehr aufweisen. Bei Infrastrukturdarlehen sprechen wir aber oft von Renditen zwischen 3,8 und vier Prozent. Dann ist die einzige Hoffnung, dass man über Nummer 16 geht. Das würde den Strukturierungsaufwand verringern, denn es müsste sich lediglich um einen in der EU aufgelegten Spezialfonds handeln, ohne dass es einer besonderen Verpackung bedarf."

Semantische Änderungen enthält die neue Anlageverordnung insofern, als dass der Wortlaut nun sauber an die AIFMD und das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) angepasst wurde und keine Bezüge mehr zum Investmentgesetz (InvG) enthält.

Investoren sind erfreut

Investoren sollten sich über die Anpassung der Regeln für Fonds in der Anlageverordnung freuen, aber noch mehr dürften die Anbieter jubeln. Sie wissen, dass schon lang der Schuh der niedrigen Zinsen drückt, und möchten davon profitieren, dass die Investoren ihr Anlageuniversum in Richtung eines für sie bislang eher unbekannten Terrains erweitern müssen, um die versprochene Verzinsung zu erreichen.

Entsprechend kommentiert BAI-Geschäftsführer Frank Dornseifer den Kabinettsbeschluss: „Investoren und Anbieter sind gleichermaßen erleichtert, dass diese wichtige Verordnung endlich verabschiedet ist. Allerdings hat es viel zu lange gedauert, bis eine sehr überschaubare Anzahl von Änderungen, die insbesondere durch die Ablösung des Investmentgesetzes durch das KAGB im Jahr 2013 erforderlich waren, transformiert wurde. Gerade im andauernden Niedrigzinsumfeld hätte man dem Anlagenotstand bei den betroffenen Investoren besser und schneller Rechnung tragen müssen."

Erfreut, aber dennoch etwas verhaltener klingt da Axel Wehling, Mitglied der Hauptgeschäftsführung des Verbandes der deutschen Versicherungswirtschaft: „Der GDV begrüßt die neue Anlageverordnung. Sie

erleichtert es den Versicherern, in potenziell ertragreichere Anlagen als bislang zu investieren. Insbesondere die Möglichkeiten, das Vermögen der Altersvorsorgesparer in Infrastruktur zu investieren, wurden erweitert."

Der deutsche Fondsverband BVI ist besonders erleichtert, dass die Investition in Spezialfonds nicht so massiv beschnitten wurde, wie dies im ursprünglichen Vorschlag des BMF vorgesehen war. Zunächst sollten nämlich Spezialfonds nur noch innerhalb einer 7,5-Prozent-Quote erworben und gehalten werden dürfen, wenn sie in nicht-OGAW-konforme Vermögensgegenstände investieren – beispielsweise Unternehmensbeteiligungen, unverbriefte Darlehensforderungen und Edelmetalle. Selbst geringe Investitionen in diese Assets hätten den Spezialfonds infiziert mit der Folge, dass dieser mit seinem Gesamtvermögen in die Quote einzurechnen gewesen wäre; dieser Vorschlag des BMF wurde fallen gelassen. Nun gilt: Kleinere Versicherungen, Altersvorsorgeeinrichtungen und Pensionskassen können auch künftig nicht-OGAW-konforme Vermögensgegenstände als Beimischung im Portfolio halten. Sofern der Spezialfonds in Assets investiert ist, die von der Versicherung nicht direkt erworben werden könnten (zum Beispiel Edelmetalle), werden solche Vermögensgegenstände gemeinsam mit Hedgefonds einer Mischungsquote von 7,5 Prozent unterworfen. „Dass die Grenze von 7,5 Prozent für Spezialfonds nicht mehr gilt, ist absolut sinnvoll und sachgerecht. Das BMF hat den Bedenken der Pensionseinrichtungen und Fondsanbieter in einem am Ende sehr konstruktiven Konsultationsprozess Rechnung getragen", erklärt Thomas Richter, Hauptgeschäftsführer des deutschen Fondsverbandes BVI. Roll erwartet trotz der positiven Regulierungsänderungen nur eine behutsame Änderung in den Portfolios: „Wir gehen nicht davon aus, dass sich durch diese Neuregelung ein ‚Investitionsstau' auflöst oder mit großer Dynamik Neuausrichtungen der Portfolios innerhalb weniger Monate zu beobachten sein werden. Die bisherige Unklarheit darüber, wie die Anlageverordnung konkret aussehen wird, hat zwar zu einer zusätzlichen Verlangsamung von Allokationsentscheidungen geführt; die nun erfolgte Regelung ist aber a) immer noch kompliziert und b) unvollständig in Bezug auf finale Regelungen wie Solvency II und Bafin-Rundschreiben, dass nicht von einer ‚Welle' oder einem ‚Platzen eines Knotens' auszugehen ist." Der Trend in Richtung alternativer Assetklassen wird sich wohl eher langsam und stetig fortsetzen.

ANKE DEMBOWSKI

»Vorher musste man zu immer komplexeren Strukturen greifen, die einen Teil der zusätzlichen Rendite aufzehrten.«

Walter Vogl, Geschäftsführer hs. Financial Products

»Wir gehen nicht davon aus, dass sich durch die Neuregelung ein ›Investitionsstau‹ auflöst.«

Dr. Oliver Roll, Geschäftsführer 4AlphaDrivers

Änderungen der Anlageverordnung (AnlV)

Sicherheit, Rentabilität, Liquidität sowie die Mischung und Streuung der Anlagen sollen bei der Anlage nach wie vor verfolgt werden.

Aktuell gelten die Regelungen von Solvency I und somit die Anlageverordnung sowie die zugehörigen Rundschreiben.

Dabei regelt die Anlageverordnung die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen und konkretisiert die entsprechenden Vorschriften im Paragraf 54 Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG). Die dort aufgeführten Grundsätze, nach denen das gebundene Vermögen anzulegen ist, stellen ab auf Sicherheit, Rentabilität, Liquidität sowie die Mischung und Streuung der Anlagen.

Die Anlageverordnung arbeitet dabei mit festen Quoten, während Solvency II dann ab 1. Januar 2016 freier, nämlich mit Solvenzkapitalanforderungen, arbeitet.

Änderungen der neuen Anlageverordnung …

… gegenüber der alten Anlageverordnung

Anlageform	Max. Quote Anlageverordnung ALT	Max. Quote Anlageverordnung NEU
Aktien (Risikokapital)	35,0 %	35,0 %
ABS und Credit Linked Notes	7,5 %	7,5 %
Immobilien	25,0 %	25,0 %
Hedgefonds, Rohstoffe, „Alternative Assets"	5,0 %	7,5 %
High-Yield-Darlehen	Bisher keine eigene Quote	5,0 %
Infrastruktur	Keine eigene Quote	Keine eigene Quote
Öffnungsklausel	5,0 %	5,0 %

Um eine ausreichende Streuung der Anlagen zu gewährleisten, gibt es neben diesen Quoten für die Anlageformen noch schuldnerbezogene Beschränkungen. Bisher flossen Infrastrukturinvestments überwiegend in die Beteiligungsquote ein.

Quelle: Allen & Overy

FOTO: © HS FINANCIAL PRODUCTS, 4ALPHADRIVERS