

DAS NEUE KAPITALANLAGERUNDSCHREIBEN

Date: 18. Dezember 2017

German Investment Management Alert

By: Dr. Hilger von Livonius, Till (CONTACT ONLY) Fock

Am 12. Dezember 2017, also rund ein Jahr, nachdem es zur Konsultation gestellt worden war, hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) das Rundschreiben 11/2017 (VA) veröffentlicht mit Hinweisen zur Anlage des Sicherungsvermögens von Erstversicherungsunternehmen, die unter die Vorschriften für kleine Versicherungsunternehmen fallen, sowie für Pensionskassen und Pensionsfonds (Kapitalanlagerundschriften). Dieses ersetzt das [Rundschreiben 4/2011 \(VA\)](#) – Hinweise zur Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen vom 15. April 2011, dessen Überarbeitung unter anderem wegen der bereits im Jahre 2013 erfolgten Einführung des Kapitalanlagegesetzbuchs (KAGB) und der Neufassung der Anlageverordnung (AnlV) im Jahre 2015 erforderlich geworden war.

Neben den erforderlichen Anpassungen an die neue Rechtslage enthält das neue Anlagerundschriften auch eine Reihe inhaltlicher Präzisierungen und Klarstellungen, insbesondere zu den folgenden Punkten:

I. ALLGEMEINE ANLAGEGRUNDSÄTZE

Im Rahmen der Allgemeinen Anlagegrundsätze erfolgte einerseits eine Präzisierung dahingehend, dass insbesondere Anlagen nach den Nummern 3 (Darlehen an die öffentliche Hand), 6 (Pfandbriefe, Kommunalobligationen und andere Schuldverschreibungen mit besonderer gesetzlicher Deckungsmasse), 7 (börsennotierte Schuldverschreibungen), 8 (andere Schuldverschreibungen) und 18 (Anlagen bei Zentralnotenbanken, Kreditinstituten und multilateralen Entwicklungsbanken) grundsätzlich ein *Investment-Grade-Rating* aufweisen müssen, andererseits wird aber auch das Erfordernis einer eigenen Kreditrisikobeurteilung betont.

Im Übrigen wird erneut darauf hingewiesen, dass Investmentvermögen mit einem Fokus auf Anlagen, deren Bonität unterhalb der *Speculative-Grade-Bonität* liegt, grundsätzlich nicht für das Sicherungsvermögen geeignet sind. Investmentvermögen mit Anlagen, die während der Haltedauer unter die *Speculative-Grade-Bonität* fallen, sind nicht mehr für das Sicherungsvermögen geeignet, wenn diese Anlagen mehr als drei Prozent des Wertes des Investmentvermögens ausmachen, und sind interessewahrend zu veräußern. Dies gilt grundsätzlich auch insoweit, als es sich bei diesen Anlagen um Asset Backed Securities (ABS) und ähnliche Vermögensanlagen handelt.

Neu aufgenommen wurden besondere Vorgaben an den Erwerb von Schuldtiteln, die von Kreditinstituten begeben wurden und den besonderen *Bail-In-Regelungen* (die im Krisenfall eine Beteiligung von Gläubigern an den Verlusten des Instituts vorsehen) unterliegen, die durch das Abwicklungsmechanismengesetz (AbwMechG) eingeführt wurden. Derartige Anlagen dürfen 25 Prozent des Sicherungsvermögens nicht übersteigen (Bail-In-Quote), wenn sie nach dem 1. Januar 2017 erworben wurden; die ursprünglich diskutierte Überlegung, derartige

Papiere wie Nachranganlagen im Sinne des § 2 Abs. 1 Nr. 9 AnIV zu behandeln, wurde somit nicht weiter verfolgt.

II. EINZELNE ANLAGEARTEN

1. Unternehmensdarlehen

Im Zuge der letzten Änderung der Anlageverordnung wurde mit § 2 Abs. 1 Nr. 4 lit. c) AnIV eine Möglichkeit geschaffen, Darlehen an Unternehmen zu vergeben, deren Bonität unterhalb von Investment Grade liegt, aber noch im Bereich Speculative Grade (High-Yield-Unternehmensdarlehen). Hierzu führt die BaFin im neuen Kapitalanlagerundschreiben aus, dass insbesondere Darlehen, welche die Anforderungen an die Bonität des Darlehensnehmers und/oder eine ausreichende Besicherung nicht oder nicht mehr vollumfänglich erfüllen, für eine Einordnung unter § 2 Abs. 1 Nr. 4 lit. c) AnIV in Betracht kommen. In jedem Fall ist bei derartigen Anlagen die Bonität des Darlehensnehmers mindestens einmal jährlich zu überprüfen. Gemäß § 3 Abs. 2 Nr. 3 AnIV besteht außerdem eine besondere Mischungsvorgabe (maximal fünf Prozent des Sicherungsvermögens).

2. Unternehmensbeteiligungen

Bezüglich von Anlagen nach § 2 Abs. 1 Nr. 13 lit. a) AnIV wird – in Fortführung der bisherigen Verwaltungspraxis zum früheren § 2 Abs. 1 Nr. 13 AnIV – zunächst klargestellt, dass insoweit nur Beteiligungen gemeint sind, die keinem Investmentrecht unterliegen. Für mehrstufige Beteiligungsstrukturen wird klargestellt, dass eine – das Erfordernis einer Analyse von Geschäftsberichten der Zielunternehmen ausschließende – ausreichende Streuung der Anlagen einer Beteiligungsgesellschaft regelmäßig dann angenommen werden kann, wenn diese Beteiligungen an zehn oder mehr Zielunternehmen hält.

3. Anlagen in Immobilien und Immobiliengesellschaften

Für direkte Anlagen in Immobilien hat die BaFin klargestellt, dass innerhalb von zehn Bankarbeitstagen nach Eintragung in das Sicherungsvermögensverzeichnis beim Grundbuchamt ein Antrag auf Eintragung eines Treuhändersperrvermerks zu stellen ist, und dass bei indirekten Anlagen über Grundstücksgesellschaften ein entsprechender Vermerk in den Gesellschaftsvertrag der Grundstücksgesellschaft aufzunehmen ist. Für den Fall von Eilverkäufen kann unter bestimmten Umständen von der Einholung der Zustimmung des Treuhänders abgesehen werden.

4. Beteiligungen an Immobilienfonds

Zu dem neuen § 2 Abs. 1 Nr. 14 lit. c) AnIV führt die BaFin in Ergänzung des Verordnungswortlauts aus, dass Immobilienfonds (natürlich) auch Anlagen in Bewirtschaftungsgegenstände und Liquiditätsanlagen entsprechend § 253 Abs. 1 KAGB tätigen können. Im Übrigen bleibt es unter Beibehaltung der bisherigen Verwaltungspraxis dabei, dass Derivate nur zu Absicherungszwecken eingesetzt werden können.

Für Kreditaufnahmen gilt nun auch bei offenen inländischen Immobilienfonds eine Grenze von 60 Prozent (bezogen auf den Verkehrswert der gehaltenen Immobilien), kurzfristige Kreditaufnahmen sind auf 30 Prozent

des Wertes des AIF beschränkt. Für Anlagen in Immobilien-Dachfonds verlangt die BaFin, dass die Zielfonds auch die Voraussetzungen des § 2 Abs. 1 Nr. 14 lit. c) AnIV erfüllen; eine Fremdkapitalaufnahme auf Ebene des Dachfonds ist auf kurzfristige Kredite und maximal 30 Prozent des Wertes des AIF beschränkt. Für offene Publikumsfonds verbleibt es bei dem grundsätzlichen Erwerbsverbot.

5. Beteiligungen an Private-Equity-Fonds

Zu dem neuen § 2 Abs. 1 Nr. 13 lit. b) AnIV führt die BaFin aus, dass Private-Equity-Fonds neben nicht börsennotierten Unternehmensbeteiligungen, eigenkapitalähnlichen Instrumenten (wie beispielsweise Genussrechten) und anderen Instrumenten der Unternehmensfinanzierung (wie beispielsweise Forderungen aus nachrangigen Verbindlichkeiten) auch börsennotierte Beteiligungen und Nachranginstrumente halten dürfen, wenn ein Delisting beabsichtigt ist.

Das Halten von Darlehen ist möglich, wenn die Darlehensvergabe mit einer aktiven Prüfung und Überwachung des Engagements verbunden ist. Eine Fremdkapitalaufnahme soll insbesondere zur (Vor-) Finanzierung von Kapitalabrufen grundsätzlich zulässig sein, ist hierauf aber nicht beschränkt. Für Anlagen in Dachfonds ist zu beachten, dass die Manager der Zielfonds ihren Sitz auch außerhalb der OECD haben können und auf Dachfondsebene eine kurzfristige Fremdkapitalaufnahme von bis zu 10 Prozent zulässig ist. Im Übrigen sind zur Vermeidung von Umgehungsstrukturen Anlagen in Dachfonds ausgeschlossen, wenn die Zielfonds nicht die Voraussetzungen des § 2 Abs. 1 Nr. 13 lit. b) AnIV erfüllen.

6. Anlagen in OGAW

Für Anlagen in Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren gemäß der Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) gilt, dass diese nur dann § 2 Abs. 1 Nr. 15 AnIV zugeordnet werden können, wenn der betreffende Fonds hinsichtlich seiner Anlagen transparent ist. Bei Dachfonds wird es jedoch toleriert, wenn die von ihnen gehaltenen Zielfonds in geringem Umfang nicht transparent sind, wobei offen bleibt, was hierunter genau zu verstehen ist.

7. Anlagen in Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen

Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen (entsprechend § 284 KAGB) sind nur dann im Rahmen von § 2 Abs. 1 Nr. 16 AnIV erwerbbar, wenn sie nach ihren Anlagebedingungen insbesondere nur Wertpapiere entsprechend der OGAW-Richtlinie erwerben dürfen (d.h. solche, die die Voraussetzungen des § 193 KAGB erfüllen); dies stellt eine inhaltliche Einschränkung im Vergleich zum Konsultationsentwurf aus dem Dezember 2016 dar.

Für Dachfonds gilt, dass die von ihnen erworbenen Zielfonds offen und selbst für das Sicherungsvermögen qualifiziert sein müssen, und dass Anteile an Zielfonds, welche unter § 2 Abs. 1 Nr. 13 lit. c) oder Nr. 17 AnIV fallen, maximal 49 Prozent des Wertes des betreffenden Dachfonds ausmachen dürfen. Private-Equity-Fonds nach § 2 Abs. 1 Nr. 13 lit. b) AnIV sind ebenfalls taugliche Zielfonds, allerdings sind Anlagen in derartige Fonds auf 20 Prozent des Wertes des AIF beschränkt. Auch im Rahmen des § 2 Abs. 1 Nr. 16 AnIV muss der betreffende Fonds hinsichtlich seiner Anlagen grundsätzlich transparent sein, um eine Einordnung nach § 2 Abs. 1 Nr. 17 AnIV zu vermeiden.

8. Anlagen in andere AIF

§ 2 Abs. 1 Nr. 17 AnIV ist nach Auffassung der BaFin so zu verstehen, dass hierunter grundsätzlich alle AIF fallen, die nicht bereits von den Nr. 13 lit. b, Nr. 14 lit. c, Nr. 15 oder Nr. 16 des § 2 Abs. 1 AnIV erfasst werden (ausgenommen auch hier natürlich Immobilien-Publikums- Sondervermögen). Insbesondere Kreditfonds sollen unter diese Bestimmung fallen. Bei Dachfonds wird vorausgesetzt, dass die Zielfonds ebenfalls nach den Bestimmungen der AnIV für das Sicherungsvermögen erwerbbar sind. Eine Ausnahme gilt insoweit für Dach-Hedgefonds: Dort müssen die Zielfonds zwar grundsätzlich mit den für deutsche Single-Hedgefonds (§ 283 KAGB) vergleichbar sein, können aber auch in einem Staat außerhalb des EWR aufgelegt sein.

9. Asset Backed Securities, Credit Linked Notes und strukturierte Hedgefonds-Produkte

Die bislang im Rundschreiben 1/2002 (VA) enthaltenen Vorgaben für Anlagen in Asset-Backed-Securities (ABS) und Credit-Linked-Notes (CLN) wurden weitestgehend unverändert in das neue Anlagerundschreiben übernommen. Für strukturierte Produkte mit Bezug zu Hedgefonds wurden die bislang im Rundschreiben 7/2004 (VA) festgelegten Erwerbbarkeitsvoraussetzungen im neuen Anlagerundschreiben weitestgehend fortgeführt; ergänzend wird nun ausgeführt, dass gegebenenfalls gebildete Side Pockets separiert werden müssen (beispielsweise durch die Emission einer weiteren Schuldverschreibung), um die Sicherungsvermögensfähigkeit des strukturierten Produktes insgesamt zu erhalten.

III. AUSGESCHLOSSENE ANLAGEN

Mit Blick auf § 2 Abs. 4 Nr. 2 AnIV hat die BaFin klargestellt, dass ungeachtet des Verbots, Anlagen in Beteiligungen bei Konzernunternehmen zu tätigen, rein passive Finanzanlagen grundsätzlich möglich sind (beispielsweise bei Grundstücks- oder Infrastrukturgesellschaften). Hierunter versteht die BaFin Anlagen bei Unternehmen, bei denen das Versicherungsunternehmen keinen operativen Einfluss auf das Geschäft nimmt oder laufende Projektentwicklung betreibt.

IV. ANFORDERUNGEN AN DIE RENTABILITÄT

Im Rahmen der Anforderungen an die Rentabilität der Anlagen hat die BaFin vor dem Hintergrund des aktuellen Niedrigzinsumfelds die Möglichkeit eröffnet, Anlagen mit einer Null- oder Negativverzinsung zu tätigen, sofern die Rentabilität des Gesamtportfolios nicht beeinträchtigt wird. Derartige Anlagen sieht die BaFin primär in Form von Darlehen an Staaten (Nr. 3), notierten Staatsanleihen und von Tages- und Termingeldern bei besonders bonitätsstarken Schuldnern.

V. MISCHUNGSVORSCHRIFTEN

Für Fondsanlagen nach § 2 Abs. 1 Nr. 15 und Nr. 16 AnIV verbleibt es im Wesentlichen bei dem bereits bisher geltenden Grundsatz, dass diese hinreichend transparent sein müssen, damit eine Durchrechnung auf die besonderen Mischungsquoten des § 3 Abs. 2 und Abs. 3 AnIV vorgenommen werden kann. Für Fondsanlagen im

Sinne von § 2 Abs. 1 Nr. 17 AnIV wird klargestellt, dass keine Durchrechnung erfolgt, da die Anlage insgesamt der 7,5 Prozent-Quote für Alternative Anlagen (§ 3 Abs. 2 Nr. 2 AnIV) zugerechnet wird.

VI. STREUUNGSVORSCHRIFTEN

Im Rahmen der Vorgaben an die Streuung der Anlagen hat die BaFin klargestellt, dass für Fonds im Sinne des § 2 Abs. 1 Nr. 17 AnIV die Anwendung der in § 4 Abs. 4 Satz 1 AnIV festgelegten Ein-Prozent-Grenze nur dann verhindert werden kann, wenn die Anleger mindestens ein jährliches Rückgaberecht haben. Des Weiteren wurde hinsichtlich der Ein-Prozent-Grenze des § 4 Abs. 4 Satz 1 AnIV festgelegt, dass diese im Rahmen des § 2 Abs. 1 Nr. 13 lit. b) AnIV und des § 2 Abs. 1 Nr. 17 AnIV bei Dachfonds auf die von diesen gehaltenen Zielfonds anzuwenden ist, sofern die Zielfonds im Rahmen dieser Bestimmungen „geeignet“ sind. Für Anlagen in Immobilienfonds nach § 2 Abs. 1 Nr. 14 lit. c) AnIV hat die BaFin noch einmal darauf hingewiesen, dass auch hier die Zehn-Prozent-Grenze des § 4 Abs. 5 AnIV zu beachten ist.

VII. VORGABEN AN DAS KAPITALANLAGEMANAGEMENT

Im Rahmen der Anforderungen an das Kapitalanlagemanagement neu hinzugekommen sind Vorgaben an den beim erstmaligen Erwerb neuartiger Anlageprodukte durchzuführenden *Neue Produkte Prozess* (NPP) und den Investmentprozess bei *Anlagen in Investmentvermögen* (insbesondere an den Due-Diligence-Prozess und die zu prüfenden Informationen und Dokumente). Daneben erfolgte eine Präzisierung der Anforderungen an das *Aktiv-Passiv-Management* (Asset-Liability-Management, ALM).

VIII. ANLAGE DES SICHERUNGSVERMÖGENS VON PENSIONS FONDS

Die Ausführungen der BaFin im Kapitalanlagerundschreiben zur Anlage des Sicherungsvermögens von Versicherungsunternehmen finden grundsätzlich in gleicher Weise Anwendung für die Anlage des Sicherungsvermögens von inländischen Pensionsfonds. Abweichungen ergeben sich beispielsweise bezüglich der quantitativen Obergrenze für Anlagen in High-Yield-Anleihen sowie die allgemeinen und die speziellen Mischungsquoten.

KEY CONTACTS



DR. HILGER VON LIVONIUS
PARTNER

MUNICH
+49.89.321.215.330
HILGER.LIVONIUS@KLGATES.COM



DR. PHILIPP RIEDL
PARTNER

MUNICH
+49.89.321.215.335
PHILIPP.RIEDL@KLGATES.COM



DR. MARTIN BERG
PARTNER

BERLIN
+49.30.220.029.325
MARTIN.BERG@KLGATES.COM



MICHAEL HARRIS
COUNSEL

MUNICH
+49.89.321.215.336
MICHAEL.HARRIS@KLGATES.COM

This publication/newsletter is for informational purposes and does not contain or convey legal advice. The information herein should not be used or relied upon in regard to any particular facts or circumstances without first consulting a lawyer. Any views expressed herein are those of the author(s) and not necessarily those of the law firm's clients.