

# Herausforderung auf drei Säulen für die meisten Versicherer

Beteiligungen an geschlossenen Fonds dürften auch künftig wesentliche Rolle spielen



**Uwe Bärenz**  
Partner  
P+P Pöllath + Partners  
Berlin



**Dr. Jens Steinmüller**  
Counsel  
P+P Pöllath + Partners  
Berlin

Die regulatorischen Rahmenbedingungen institutioneller Investoren im Zusammenhang mit ihren Kapitalanlagen sind einem erheblichen Wandel unterworfen. Ursache sind zum einen Änderungen im Produktaufsichtsrecht, zum anderen aber auch die großen investoreneitigen Regulierungsvorhaben. Für die meisten Versicherer gilt seit Jahresbeginn Solvency II, ein umfassendes Regulierungspaket, das neben risikoabhängigen Eigenmittelanforderungen (Säule 1) auch Regeln zum Risikomanagement (Säule 2) und zum Berichtswesen (Säule 3) enthält. Die neuen Regeln wirken sich auch auf die im anhaltenden Niedrigzinsumfeld wichtigen alternativen Investments und somit unter anderem auf Beteiligungen an geschlossenen Fonds aus.

Versicherer haben einen regulatorischen Eigenmittelbedarf (insbesondere die sogenannte Solvenzkapitalanforderung), dessen Berechnung unter Zugrundelegung verschiedener Risikomodule erfolgt. Für Beteiligungen an geschlossenen Fonds ist das Marktrisiko von besonderer Bedeutung, in welchem für die Kapitalanlagen des Versicherers ein bestimmter Wertverlust in einem gedachten Schockszenario unterstellt wird (sogenannter Stressfaktor). Für Beteiligungen an einem

Fonds gilt insoweit grundsätzlich ein Look-through-Grundsatz, das heißt nicht die Beteiligung an dem Fonds, sondern dessen Portfolio ist für den Eigenmittelbedarf maßgeblich. Voraussetzung für die Transparenz ist allerdings, dass dem Investor die für die Ermittlung der Kapitalanforderung notwendigen Daten vorliegen. Hierauf werden Versicherer künftig im Hinblick auf sämtliche Säulen verstärkt ihr Augenmerk richten.

Für viele Eigenkapitalpositionen gilt grundsätzlich mit 49% ein relativ hoher Stressfaktor. Durch eine Strukturierung über geschlossene Fonds kann der Stressfaktor auf 39% reduziert werden. Voraussetzung ist allerdings die Nutzung eines nicht hebel-finanzierten alternativen Investmentfonds (AIF), der bestimmte weitere regulatorische Anforderungen erfüllt. Inwieweit eine Hebelfinanzierung vorliegt, kann im Einzelfall schwierig zu beurteilen sein. Solvency-II-Investoren sollten dies unter Heranziehung der einschlägigen investmentrechtlichen Bestimmungen prüfen.

Infrastrukturinvestments sollen nach dem Willen der Europäischen Kommission eine gegenüber Engagements bei Unternehmen grundsätzlich günstigere Einstufung im Hinblick auf die Solvenzkapitalan-

forderung erfahren. In einem ersten Schritt soll dies nur für bestimmte Projektfinanzierungen gelten. Allerdings werden entsprechende Regeln auch für Beteiligungen an Infrastrukturunternehmen geprüft.

Für privilegierte Projektfinanzierungen soll der für die Solvenzkapitalanforderung maßgebliche Stressfaktor bei einem Eigenkapitalinvestment in qualifizierte Infrastruktur statt 49% nur 30% betragen. Der Zugang hierzu soll von der Erfüllung einer Reihe von Voraussetzungen abhängen, von denen einige der Sphäre der beteiligten Versicherungsunternehmen zuzuordnen sind, andere hingegen die jeweiligen Infrastrukturinvestments betreffen.

Eine wesentliche investoreneitige Voraussetzung ist ein auf die Besonderheiten von Infrastrukturprojektfinanzierungen abgestimmtes Risikomanagement. Dazu gehören eine angemessene Due Dilligence einschließlich einer Einschätzung von unabhängiger dritter Seite hinsichtlich der Qualifikation für das neue Regime sowie die Durchführung regelmäßiger Stresstests. Produktseitig, das heißt hinsichtlich des jeweiligen Infrastrukturinvestments, ist eine Stressanalyse erforderlich, wonach eine Infrastrukturprojekt-Einheit ihren finanziellen Verpflichtungen auch

*Fondsbonus  
für Eigen-  
kapitalanlagen*

*Im Detail noch  
viele offene  
Fragen*

in nachhaltigen Stresssituationen nachkommen können muss. Darüber hinaus muss der Cash-flow, den die Infrastruktur-Einheit für Darlehensgeber und Eigenkapital-Investoren erzeugt, vorhersehbar sein. Schließlich müssen die der Investition zugrundeliegenden vertraglichen Rahmenbedingungen dem Investor ein ausreichendes Schutzniveau bieten.

Im Detail – insbesondere für Infrastrukturinvestments über Fonds – sind noch viele Fragen offen. Nach Auffassung der europäischen Versicherungsaufsicht kommt auch hier der Look-through-Ansatz zur Anwendung. Für Fonds- beziehungsweise Dachfonds-Manager dürfte sich aber ebenso wie für investierende Versicherer die Frage stellen, wie die Einstufung von Portfolioanlagen der betreffenden Infrastrukturfonds als

qualifizierte Infrastruktur im Sinne der geplanten Neuordnung sichergestellt und nachgehalten werden kann. Die Einordnung als qualifizierte Infrastruktur dürfte bei Solvency II-Investoren künftig eine nicht zu unterschätzende Rolle spielen. Aufgrund der europaweiten Geltung der Merkmale erscheint es nicht unrealistisch, dass Projekte so strukturiert werden, dass sie die projektbezogenen Merkmale erfüllen können.

Auch unter Solvency II haben Versicherer bei der Kapitalanlage neben den neuen quantitativen weiterhin qualitative Anforderungen zu erfüllen, die in dem neuen Regulierungsrahmen unter dem Grundsatz der unternehmerischen Vorsicht (Prudent Person Principle) zusammengefasst sind. Die schon bisher geltenden Grundsätze der Sicherheit, Liquidität

und Rentabilität sind in diesem Zusammenhang weiterhin zu beachten. Allerdings fußen die neuen aufsichtsrechtlichen Bestimmungen anstelle eines regelbasierten Ansatzes nunmehr auf einem prinzipienbasierten Ansatz, der dem Versicherer ein hohes Maß an Eigenverantwortung überträgt. Die Versicherer stehen in diesem Zusammenhang vor der Herausforderung, eigene Regeln für ihre Kapitalanlagen zu entwickeln und umzusetzen. Dies ist bei Beteiligungen an geschlossenen Fonds konzeptionell und operativ anspruchsvoll. Gleichwohl dürften Beteiligungen an geschlossenen Fonds nicht nur wegen ihrer attraktiven Renditechancen, sondern auch im Hinblick auf den Fondsbonus bei den Eigenmitteln auch künftig eine wesentliche Rolle bei den Kapitalanlagen der Versicherer einnehmen.

Anzeige



## Partnerschaft beruht für uns auf langfristigen Zielen, nicht kurzfristigen Lösungen.

Wenn es um Ihr Anleiheinvestment geht, setzen wir nicht einfach auf die „schnelle Lösung“. Wir nehmen uns Zeit für Sie, um Ihre Zielvorstellung besser zu verstehen. So entwickeln wir Strategien und Produkte für Ergebnisse, die Sie tatsächlich benötigen. Gute Partnerschaft beginnt mit einem Gespräch über das, was die Zukunft bringen soll. Wir freuen uns darauf.

► Erfahren Sie mehr unter [nnip.co/partners-de-ziele](http://nnip.co/partners-de-ziele)

Für uns zählt, was Ihnen wichtig ist.



**NN investment  
partners**