

## Stellungnahme

**des Gesamtverbandes der Deutschen Versicherungswirtschaft  
zum Referentenentwurf  
des Bundesministeriums der Finanzen für ein  
Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2014/91/EU zur Änderung  
der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und  
Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für  
gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf  
die Aufgaben der Verwahrstelle, die Vergütungspolitik und  
Sanktionen  
(OGAW-V-Umsetzungsgesetz – OGAW-V-UmsG)**

Gesamtverband der Deutschen  
Versicherungswirtschaft e.V.

Wilhelmstraße 43 / 43 G, 10117 Berlin  
Postfach 08 02 64, 10002 Berlin  
Tel.: +49 30 2020-5440  
Fax: +49 30 2020-6440

51, rue Montoyer  
B - 1000 Brüssel  
Tel.: +32 2 28247-30  
Fax: +32 2 28247-39

Ansprechpartner:  
Tim Ockenga  
Leiter Kapitalanlagen

E-Mail: [t.ockenga@gdv.de](mailto:t.ockenga@gdv.de)

Sandra Blösser  
Kapitalanlagen  
Leiterin Investmentvermögen

E-Mail: [s.bloesser@gdv.de](mailto:s.bloesser@gdv.de)

[www.gdv.de](http://www.gdv.de)



## Zusammenfassung

Die deutsche Versicherungswirtschaft begrüßt die Regelungsinhalte der OGAW-V-Richtlinie, die im vorgelegten Referentenentwurf umgesetzt werden. Vor dem Hintergrund der jüngeren Marktentwicklungen und den Erfahrungen aus der Finanzmarktkrise stellen die gemäß OGAW-V-Richtlinie umzusetzenden Regeln effektive und angemessene regulatorische Maßnahmen dar.

Soweit das OGAW-V-Umsetzungsgesetz über die Regelungsimperative der OGAW-V-Richtlinie hinausgeht, bewerten wir die neue Möglichkeit der originären Darlehensvergabe aus Spezial-AIF sowie die Erleichterung der Verwaltung von Bestandsdarlehen grundsätzlich als positiv.

Einer Begrenzung der Investitionsmöglichkeiten von allgemeinen offenen Spezial-AIF sowie offenen Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen in unverbriefte Darlehensforderungen stehen wir dagegen sehr kritisch gegenüber. Die deutsche Versicherungswirtschaft stellt die größte und wichtigste Gruppe institutioneller Fondsanleger in Deutschland dar. Allein 386 Mrd. EUR und damit fast ein Drittel der 1,24 Billionen EUR Kapitalanlagen deutscher Erstversicherer entfallen auf Fondsinvestments. Hierbei haben sich insbesondere Spezialfonds als zuverlässiges und flexibles Anlagevehikel bewährt. Die Investitionen aller deutschen Versicherer betragen hier am Ende des ersten Quartals 2015 rund 460 Mrd. EUR, was einem Anteil von knapp 35 % des Gesamt-Fondsvermögens in deutschen Spezialfonds entspricht. Die Bedeutung von Fondsinvestments als Anlageinstrument für die Versicherer nimmt hierbei stetig zu. So haben sich die Investitionen der deutschen Erstversicherer in Fonds im Zeitraum von 2012 bis 2015 um fast 100 Mrd. EUR erhöht, was einem Zuwachs von 34 % entspricht. Gerade im aktuellen, andauernden Niedrigzinsumfeld benötigen die Versicherer alternative Investitionsstrategien, wie sie sich über Spezialfonds abbilden lassen.

Durch die geplanten Änderungen werden die bestehenden kapitalanlagegesetzlichen Möglichkeiten in erheblichem Maße eingeschränkt und neue Hindernisse für die auch politisch explizit gewünschte Investition von Versicherungen in Infrastrukturprojekte geschaffen. Erst im März war die Anlageverordnung angepasst worden, um den deutschen Versicherungsunternehmen die Anlage in Infrastrukturfonds mit bis zu 100%iger Investition in unverbriefte Darlehen zu ermöglichen.

Wenn der deutsche Gesetzgeber vor Erlass entsprechender europäischer Regelungen Kreditfonds quasi „im Vorgriff“ einschneidenden Regulierungsgrenzen unterwerfen sollte, ist davon auszugehen, dass institutionelle Anleger verstärkt in andere europäische – insbesondere Luxemburger – Fondsprodukte in diesem Segment investieren werden, die einer entsprechenden Einschränkung nicht unterliegen.

## **1. Einleitung**

Für die Gelegenheit, zum Referentenentwurf des Bundesministeriums der Finanzen (BMF) für ein Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2014/91/EU zur Änderung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Aufgaben der Verwahrstelle, die Vergütungspolitik und Sanktionen (OGAW-V-Umsetzungsgesetz – OGAW-V-UmsG) Stellung nehmen zu können, bedanken wir uns.

Die deutsche Versicherungswirtschaft begrüßt die Regelungsinhalte der OGAW-V-Richtlinie, die im vorgelegten Referentenentwurf für ein OGAW-V-Umsetzungsgesetz umgesetzt werden. Vor dem Hintergrund der jüngeren Marktentwicklungen und den Erfahrungen aus der Finanzmarktkrise stellen die gemäß OGAW-V-Richtlinie umzusetzenden Regeln effektive und angemessene regulatorische Maßnahmen dar.

Zu den über die Vorgaben der OGAW-V-Richtlinie hinausgehenden nationalen Regelungen möchten wir im Folgenden detailliert Stellung nehmen:

## **2. Vergabe von Darlehen aus geschlossenen Spezial-AIF; § 285 KAGB-E**

Die gesetzlichen Neuregelungen in § 20 und § 285 KAGB-E, wonach geschlossene Spezial-AIF originär Darlehen vergeben dürfen, bewerten wir positiv. Die Versicherungswirtschaft begrüßt Erweiterungen ihrer Anlagemöglichkeiten insbesondere vor dem Hintergrund sich wandelnder Anlagebedürfnisse institutioneller Anleger im aktuellen Niedrigzinsumfeld und wird die neuen Anlagemöglichkeiten sachgerecht überprüfen.

## **3. Änderungen von Darlehensbedingungen; § 20 Abs. 9 KAGB-E**

Die Klarstellung in § 20 Abs. 9 KAGB-E, wonach die Änderung von Darlehensbedingungen keine Darlehensvergabe darstellt, führt zu erheblichen Erleichterungen in der Praxis bei der Verwaltung der entsprechenden Anlagegegenstände. Zugleich werden etwaige Konflikte mit dem Kreditwesengesetz eindeutig gelöst, was zu einer höheren Rechtssicherheit führt.

## **4. Keine neuen Anlagengrenzen für unverbriefte Darlehensforderungen für allgemeine offene Spezial-AIF; § 282 KAGB-E**

Die geplante Einschränkung der Investitionsmöglichkeiten von allgemeinen offenen Spezial-AIF in unverbriefte Darlehensforderungen auf 50 % des Wertes des Investmentvermögens beurteilen wir als sehr kritisch.

Die deutsche Versicherungswirtschaft stellt die größte und wichtigste Gruppe institutioneller Fondsanleger in Deutschland dar. Allein 386 Mrd. EUR und damit fast ein Drittel der 1,24 Billionen EUR Kapitalanlagen deutscher Erstversicherer entfallen auf Fondsinvestments. Hierbei haben sich insbesondere Spezialfonds als zuverlässiges und flexibles Anlagevehikel bewährt. In diese sind deutsche Versicherer mit rund 460 Mrd. EUR investiert, was knapp 35 % des Gesamt-Fondsvermögens deutscher Spezialfonds entspricht.

Fondsinvestments gewinnen als Anlageinstrument für die Kapitalanlage der Versicherer stetig an Bedeutung. So haben sich die Investitionen der deutschen Erstversicherer in Fonds im Zeitraum von 2012 bis 2015 um fast 100 Mrd. EUR (+34 %) erhöht. Gerade im aktuellen, andauernden Niedrigzinsumfeld steigt der Bedarf der Versicherer an alternativen Investitionsstrategien, wie sie sich über Spezialfonds abbilden lassen.

Die Festlegung von Anlagegrenzen würde die bestehenden kapitalanlagegesetzlichen Möglichkeiten von allgemeinen offenen Spezial-AIF erheblich einschränken. Hierdurch dürften sich insbesondere offene inländische Infrastrukturfonds, die in unverbriefte Darlehensforderungen investieren, kaum noch für die Kapitalanlage der Versicherer eignen. Wir sprechen uns daher für den uneingeschränkten Erhalt der in § 282 KAGB bestehenden kapitalanlagegesetzlichen Möglichkeiten aus.

- Marktkennntnis und langfristiger Anlagehorizont

Die Festlegung einer Begrenzung des maximalen Anteils an unverbrieften Darlehensforderungen wird im Kontext mit den neu geschaffenen Regelungen zur Darlehensvergabe von Fonds gesehen und mit vergleichbaren Risiken, wie run-Gefahren und Ansteckungsgefahr bei „fire-sale“, begründet. Diese Einschätzung teilen wir nicht.

Bei offenen Spezial-AIF, die in unverbriefte Darlehensforderungen investieren, sehen wir keine run-Gefahren. Anteile oder Aktien von Spezial-AIF werden ausschließlich von professionellen und semi-professionellen Anlegern gehalten. Als solche verfügen sie über die erforderliche Sachkunde im Marktsegment und verstehen die Anlagen und das Marktumfeld des in unverbriefte Darlehensforderungen investierenden Spezial-AIF ganz genau. Hierbei sind sie bei Investitionen in Infrastruktur gerade an langlaufenden Anlagen interessiert, so dass kurzfristige Rückgaben von ihnen nicht zu befürchten sind.

- Ausreichendes Risiko- und Liquiditätsmanagement

Ein angemessenes Risiko- und Liquiditätsmanagement für Darlehen ist in qualitativer Hinsicht bereits in § 29 Abs. 5 a und 30 Abs. 4 a KAGB-E geregelt. Die neu aufgenommenen Regelungen erfolgen vor dem Hintergrund

der sich aus den Möglichkeiten der Darlehensvergabe, Restrukturierung von Darlehen und der Investition in unverbriefte Darlehensforderungen ergebenden Anforderungen und gewährleisten somit eine angemessene Steuerung der Risiken entsprechender Anlagen. Hierdurch werden mögliche Finanzmarktrisiken effektiv beschränkt. Einer Festlegung von quantitativen Beschränkungen für die Investitionsmöglichkeiten des allgemeinen offenen inländischen Spezial-AIF selbst bedarf es darüber hinaus nicht.

- Widerspruch zur Struktur des allgemeinen offenen inländischen Spezial-AIF nach § 282 KAGB

Die Festlegung pauschaler Anlagegrenzen für diese Art von Investitionen des allgemeinen offenen Spezial-AIF stünde auch im Widerspruch zu seiner bisherigen Struktur. Seine in § 282 verankerten Produktregeln wurden mit Einführung des KAGB auf den Umstand zugeschnitten, dass die Anteile oder Aktien von Spezial-AIF ausschließlich von professionellen und semi-professionellen Anlegern gehalten werden. Vor diesem Hintergrund wurde für den allgemeinen offenen inländischen Spezial-AIF gerade kein Katalog von zulässigen Vermögensgegenständen aufgestellt. Die Einführung von Anlagebeschränkungen für einzelne Vermögensgegenstände würde diese ausdrücklich gewollte Struktur des § 282 KAGB ohne sachlichen Grund aufgeben.

- Immobilienfonds

Auch sind dem KAGB weiterhin Anlageinstrumente, die zu 100 % in eine Assetklasse investieren können, ohne dass diese als hochliquide angesehen wird, nicht fremd. Insofern sei auf die Immobilien-Spezial-Fonds verwiesen, deren Investitionen in Immobilien bis zu 100 % betragen dürfen.

- Infrastrukturinvestitionen durch institutionelle Anleger

Die stärkere Einbeziehung von institutionellen Anlegern wie Versicherern in die Finanzierung von Infrastrukturprojekten ist das Ziel verschiedener politischer Initiativen auf europäischer wie nationaler Ebene.

So ist es erklärter Wille der EU-Kommission, mehr privates Kapital für Infrastrukturinvestments zu mobilisieren. Kernstück der von EU-Kommissions-Chef Jean-Claude Juncker mit dem sog. Juncker Plan verkündeten Infrastrukturoffensive ist der europäische Fonds für strategische Investitionen (EFSI), der ein Volumen von 315 Milliarden Euro haben und weitestgehend durch Investitionen institutioneller Anleger gefüllt werden soll.

Auch die von Bundeswirtschaftsminister Sigmar Gabriel berufene unabhängige Expertenkommission um Marcel Fratzscher sieht ausweislich ihres Abschlussberichts vom 21. April 2015 in institutionellen Investoren

eine wichtige Anlegergruppe für die in Deutschland dringend benötigten Investitionen in Infrastruktur. Hierzu, so ein Fazit der Expertenkommission, bedarf es auch der Schaffung adäquater Rahmenbedingungen für private Investitionen.

Vor diesem Hintergrund sind auch die aktuellen Diskussionen über eine Erleichterung der künftigen Eigenmittelanforderungen für Infrastrukturinvestments und die entsprechende Beauftragung der EIOPA durch die Europäische Kommission zu sehen, diesbezüglich Empfehlungen zu erarbeiten und zu konsultieren.

All diese politischen Initiativen eint die Erkenntnis, dass eine stärkere Einbindung institutioneller Anleger in die gewünschten Infrastrukturinvestments nur über verbesserte Rahmenbedingungen zu erreichen ist, etwa im kapitalanlagegesetzlichen oder im versicherungsaufsichtsrechtlichen Bereich.

Versicherungsaufsichtsrechtliche Erleichterungen, wie sie mit der am 7. März 2015 in Kraft getretenen Anlageverordnung (AnIV) für Versicherer geschaffen wurden, stellen hierbei einen wichtigen Schritt zur Erreichung dieser politischen Ziele dar. Mit § 2 Abs. 1 Nr. 17 der neuen AnIV ist es Versicherern ausdrücklich erlaubt, Anlagen in Investmentvermögen für ihr gebundenes Vermögen zu erwerben, die bis zu 100 % in unverbriefte Darlehensforderungen investieren. Diese neue Regelung in der Anlageverordnung soll laut Verordnungsbegründung Investitionen im Bereich Infrastruktur erleichtern und hat bereits zu entsprechenden Umstrukturierungen im Fondsbereich der Versicherer geführt.

Die geplante kapitalanlagegesetzliche Beschränkung für unverbriefte Darlehensforderungen wird von der deutschen Versicherungswirtschaft deshalb als aufsichtsrechtlich inkohärente Regelung abgelehnt.

- Alternative Investitionsstrategien in der andauernden Niedrigzinsphase

Versicherer benötigen im aktuellen, andauernden Niedrigzinsumfeld alternative Investitionsstrategien, wie sie bisher beispielsweise mit den Infrastruktur-Fonds gegeben sind. Grundsätzlich stellen etwa die hierüber abbildbaren beständigen und planbaren Zahlungsflüsse und die Langlebigkeit der Projekte positive Charakteristika dar, die derartige Investments für institutionelle Investoren wie Versicherer besonders attraktiv machen. Gleichzeitig besteht aber auf Seiten der Versicherer das Erfordernis einer angemessenen Rendite zur Erwirtschaftung des vereinbarten Garantiezinses und zur Abbildung der mit entsprechenden Investments bestehenden Risiken.

Hierzu bedürfen Versicherer passgenau und flexibel ausgestaltbarer Anlageprodukte. Die Begrenzung der Anlagemöglichkeiten allgemeiner offener inländischer Spezial-AIF würde die Abbildbarkeit eines geeigneten Rendite-Risikoprofils erheblich erschweren und dürfte das Interesse der Versicherer an diesem Fondsvehikel und die Eignung für ihre Kapitalanlage verringern. Es wäre daher ebenso wünschenswert wie sinnvoll, die Investitionsmöglichkeiten in unverbriefte Darlehensforderungen in offenen Spezial-AIF nicht wie geplant zu beschränken.

- Asset Allokation

Durch eine Begrenzung der Investitionsmöglichkeiten in unverbriefte Darlehensforderungen bestünde die Notwendigkeit, dem Spezial-AIF mindestens 50 % andere Kapitalanlagen beizumischen. Hierdurch würden klar abgegrenzte Strategien für bestimmte Assetklassen in einem Anlagevehikel vermischt werden. Die eigentlich verfolgte Anlagestrategie könnte nicht fokussiert ausgestaltet werden. Die Möglichkeit der Investition in eine reine Assetklasse über indirekte Vehikel stellt jedoch für große, wie auch für mittlere und kleine Versicherer im Rahmen ihrer Asset Allokation ein gleichermaßen wichtiges Instrument der Kapitalanlagesteuerung dar.

- Benachteiligung kleiner Versicherer

Kleine und mittlere Versicherer würden zusätzliche Erschwernisse bei der Asset Allokation erfahren, wenn die Möglichkeit der Investition in unverbriefte Darlehensforderungen auf maximal 50 % reduziert würde. Da sie aufgrund ihrer Größe keine Direktinvestments in Infrastrukturprojekte bewältigen können, besteht für sie nur über derartige Spezial-AIF die Möglichkeit, effektiv und zielgerichtet in Investitionen im Bereich Infrastruktur zu tätigen.

- Kein europäischer Handlungsdruck, kein deutscher Alleingang

Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA äußert sich nach unserem Wissensstand aktuell nicht offiziell zu der Frage, ob sie an einem Diskussionspapier zu Mindestanforderungen an sog. „loan originating funds“ arbeitet, obwohl die BaFin hierauf in ihrer Verlautbarung vom 12. Mai 2015 zur „Änderung der Verwaltungspraxis zur Vergabe von Darlehen usw. für Rechnung des Investmentvermögens“ ausdrücklich hinweist. Damit steht unseres Erachtens die Meinungsbildung zu dieser Frage auf europäischer Ebene gerade noch aus.

Weiterhin erscheint es höchst fraglich, ob der ESMA überhaupt die Kompetenz zu entsprechenden Regelungen zustehen würde, da der Regelungsbereich hier offensichtlich die AIFM-Richtlinie und nicht etwa die OGAW-Richtlinie betrifft. Die AIFM-Richtlinie sieht jedoch – bis auf wenige

Ausnahmen – keine europäischen Kompetenzen für Produktregulierungen vor.

Ein deutscher Alleingang bei der Regulierung von Kreditfonds würde nach unserer Einschätzung erhebliche Auswirkungen auf das Anlageverhalten institutioneller Anleger haben. Wenn der deutsche Gesetzgeber vor Erlass entsprechender europäischer Regelungen Kreditfonds quasi „im Vorgriff“ einschneidenden Regulierungsgrenzen unterwerfen würde, würde zur Aufsichtsarbitrage geradezu eingeladen. Es ist dann davon auszugehen, dass institutionelle Anleger verstärkt in andere europäische – insbesondere Luxemburger-Fondsprodukte in diesem Segment investieren werden, die einer entsprechenden Einschränkung nicht unterliegen. Um die Eignung deutscher Kreditfonds für die Kapitalanlage der an solchen Investitionen interessierten Anlegergruppe der deutschen Versicherer nicht zu gefährden, dürfen diese keinen pauschalen Grenzen für Investitionen in unverbriefte Darlehensforderungen unterliegen.

**Wir sprechen uns daher gegen die Einführung von Anlagegrenzen und für die Beibehaltung der bestehenden Anlagemöglichkeiten des allgemeinen offenen inländischen Spezial-AIF aus.**

**5. Anlagegrenzen für unverbriefte Darlehensforderungen für offene inländische Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen; § 284 KAGB-E**

Ebenso wie beim allgemeinen offenen inländischen Spezial-AIF sollen die Investitionsmöglichkeiten eines offenen inländischen Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen nach § 282 KAGB mit Einführung von § 282 Abs. 2 Nr. 5 KAGB-E auf 50 % seines Wertes begrenzt werden. Diese Beschränkung lehnen wir aus den oben dargelegten Gründen ebenfalls ab.

Berlin, den 23.07.2015