

■ BAI AIC 2016

Zugangswege in alternative Investments unter der Anlageverordnung und Solvency II Auswirkungen auf geschlossene Fonds

Frankfurt am Main, 13. April 2016

Uwe Bärenz
P+P Pöllath + Partners, Berlin

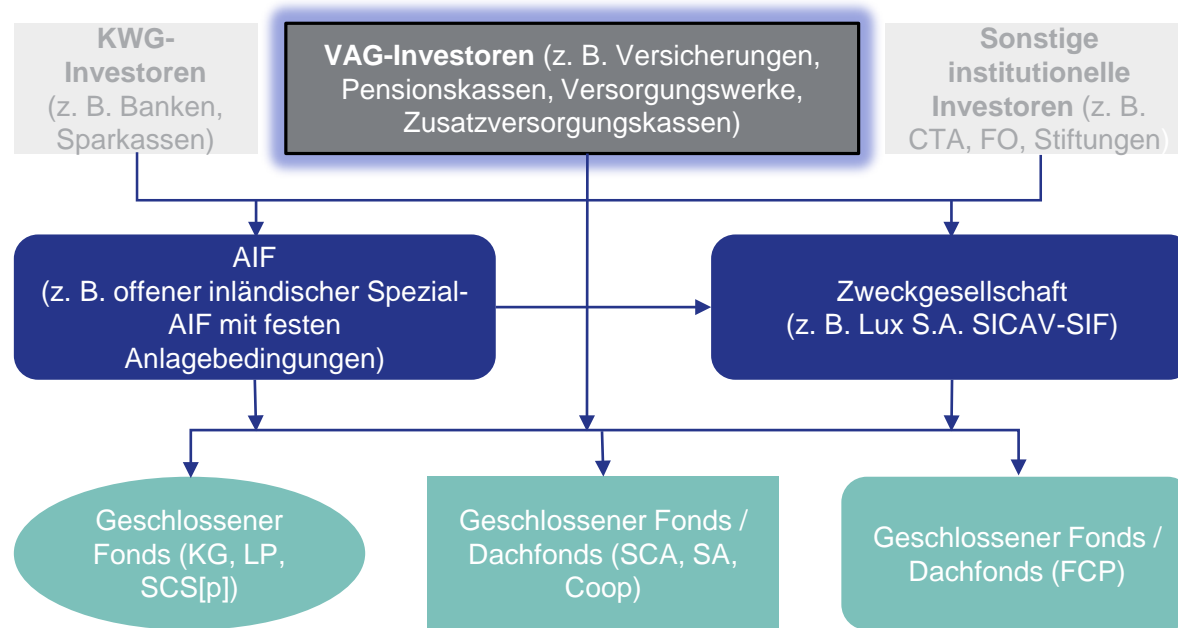
Berlin | Frankfurt a. M. | München
www.pplaw.com

Agenda

1. Rahmenbedingungen für Anbieter von AIF im Wandel
2. AnIV | Assetklassenbezogene Einordnung mit quantitativen Beschränkungen
3. Solvency II | Assetbezogene Erfassung | Quantitative und Qualitative Anforderungen
4. Zugangswege in AIF für VAG-Investoren und Folgen für die Produktgestaltung
5. Anhang: Qualifizierte Infrastrukturinvestments

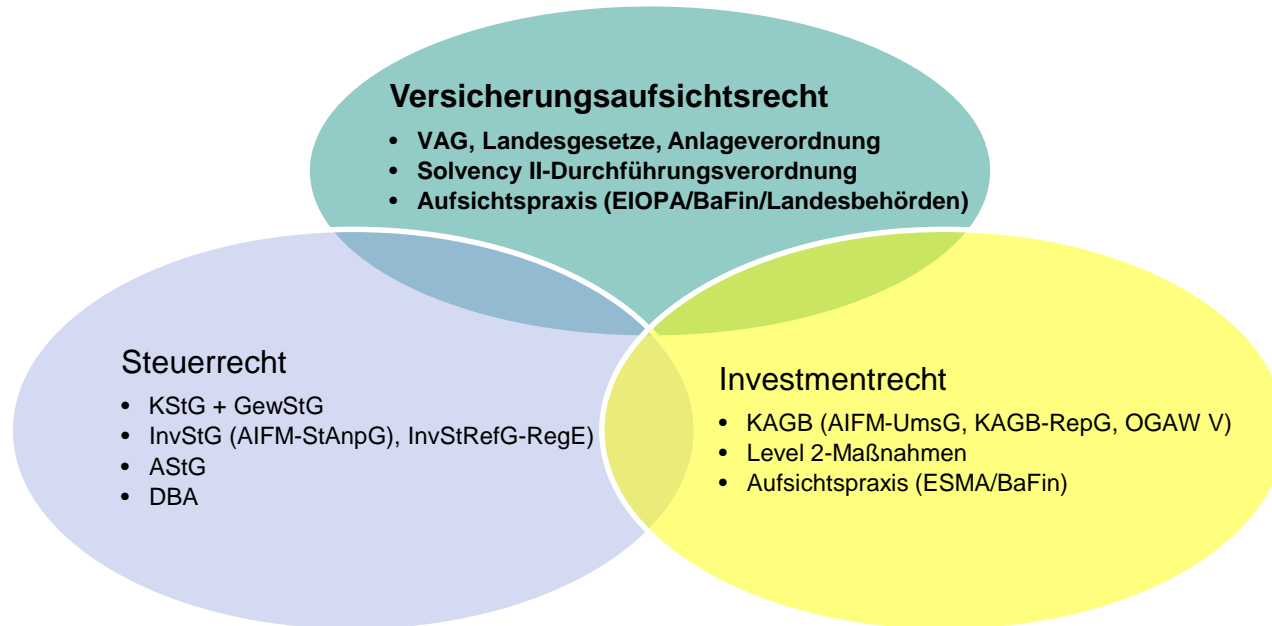
Marketing von geschlossenen AIF an VAG-Investoren

Typische Zugänge institutioneller Anleger in geschlossene Fonds



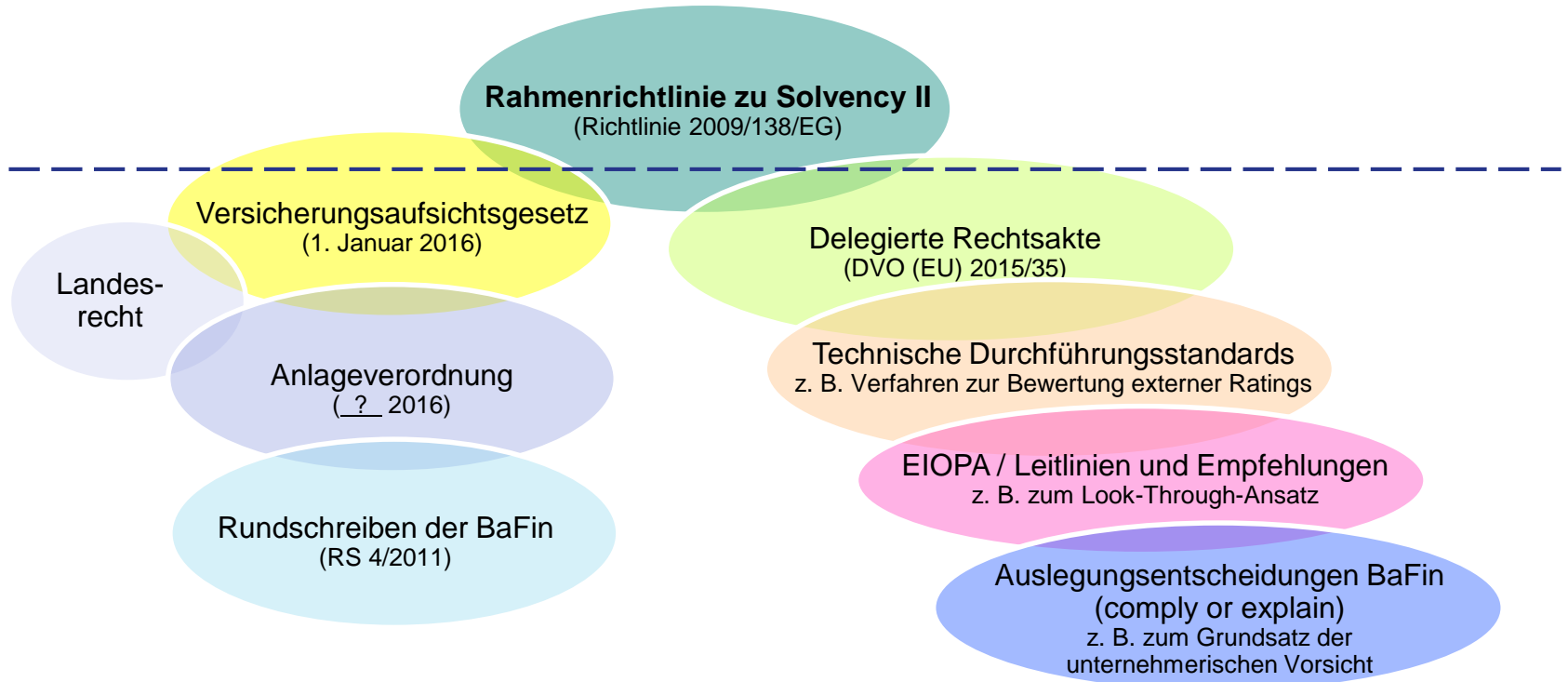
Marketing von geschlossenen AIF an VAG-Investoren

Zunahme übergreifender Rechtsgrundlagen | AIF als Schlüsselbegriff



Marketing von geschlossenen AIF an VAG-Investoren

Rechtliche Kaskaden für VAG-Investoren



Marketing von geschlossenen AIF an VAG-Investoren

Relevanz von AnIV und Solvency II für VAG-Investoren

VAG	Erst- und Rückversicherungsunternehmen	Kapitalanforderungen	Solvency II - total
		Grundsatz der unternehmerischen Vorsicht	
	Pensionskassen	Grundsatz der unternehmerischen Vorsicht	AnIV – total Solvency II - light
	Kleine Versicherungsunternehmen, Sterbekassen	Bisherige Anlagegrundsätze	AnIV - total
Landesrecht	Berufsständische Versorgungswerke, Zusatzversorgungskassen etc.	Statische Verweisungen auf altes Recht (bisherige Anlagegrundsätze)	AnIV – medium
		Dynamische Verweisungen auf bisherige Anlagegrundsätze	

Agenda

1. Rahmenbedingungen für Anbieter von AIF im Wandel
2. AnIV | Assetklassenbezogene Einordnung mit quantitativen Beschränkungen
3. Solvency II | Assetbezogene Erfassung | Quantitative und Qualitative Anforderungen
4. Zugangswege in AIF für VAG-Investoren und Folgen für die Produktgestaltung
5. Anhang: Qualifizierte Infrastrukturinvestments

Marketing von geschlossenen AIF an VAG-Investoren

AnIV | Assetklassenbezogene Einordnung mit quantitativen Beschränkungen

	Private Equity	Real Estate	Sonstige Alternative
Anforderungen			
Strategie	Unternehmensfinanzierung	Core-Immobilien	Rahmen des § 2 Abs. 4 AnIV
Herkunft (Fonds <u>und</u> Manager)	EWR/OECD	EWR	EWR
Manager-Regulierung	Erlaubnis / Registrierung (ggf. Vergleichbarkeit)	Erlaubnis	Erlaubnis
Quoten			
Mischungsquoten	Risikokapital (35 %) Beteiligungen (15 %)	Immobilien (25 %)	Sonstige alternative Anlagen (7,5 %)
Streuungsgrenze	1 %	10 %	1 %

Marketing von geschlossenen AIF an VAG-Investoren

AnIV | Assetklassenbezogene Einordnung mit quantitativen Beschränkungen

- Einordnung nach der Strategie des AIF
- **Grundsätzlich kein Look-Through-Ansatz**
- Mischstrategien möglich bei Spezialfonds (16) und sonstigen AIF (17)
- **Folge:**
 - bei Set-up: Strategie prüfen und ausrichten
 - bei Konflikt: Eingrenzung über Feedergesellschaften mit Excuse-Rechten
 - bei Bündelung in Zweckgesellschaften Trennung von Anlagen zur optimalen Nutzung von Anlagequoten (z. B. Compartments)

Strategie	Typ	Zweifelsfälle
Infrastruktur	13b/17	FK-Finanzierungen (Unternehmensfinanzierung?)
Private Debt	13b/17/-	Strategien ohne Ausschluss unbesicherter Forderungen, Abgrenzung 13b ↔ 17
Real Estate	13b/14c/17	Zuordnung bei Mischstrategien (z. B. Projektentwicklung, Real Estate Debt)

Agenda

1. Rahmenbedingungen für Anbieter von AIF im Wandel
2. AnIV | Assetklassenbezogene Einordnung mit quantitativen Beschränkungen
3. Solvency II | Assetbezogene Erfassung | Quantitative und Qualitative Anforderungen
4. Zugangswege in AIF für VAG-Investoren und Folgen für die Produktgestaltung
5. Anhang: Qualifizierte Infrastrukturinvestments

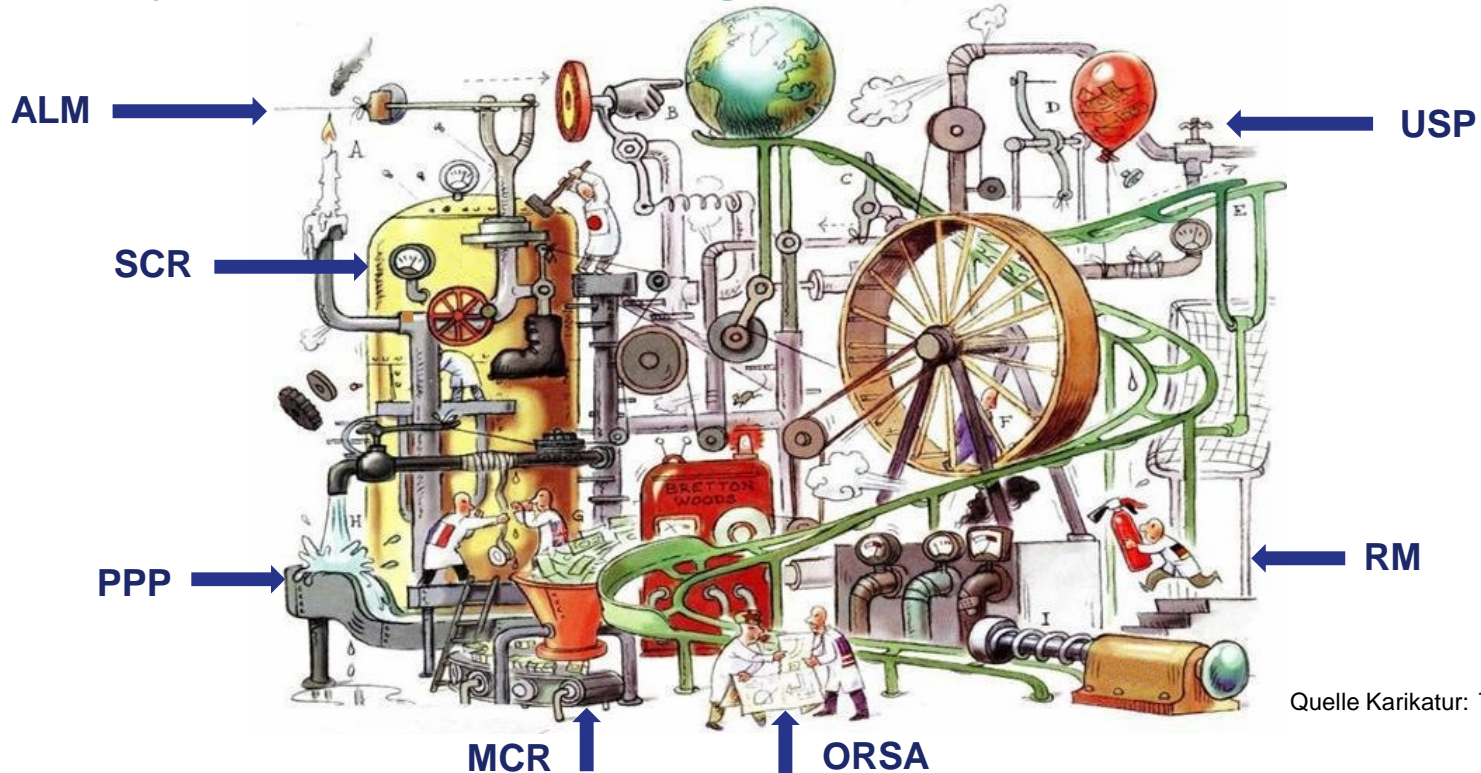
Marketing von geschlossenen AIF an VAG-Investoren

Solvency II | Assetbezogene Erfassung | Quantitative und Qualitative Anforderungen

Solvency II		
Säule 1 Kapitalanforderungen (quantitative Anforderungen)	Säule 2 Aufsichtsregeln (qualitative Anforderungen)	Säule 3 Marktdisziplin (Berichtspflichten)
<p>Grundsatz: Unterlegung von Risiken des VU mit hinreichenden Eigenmitteln</p> <ul style="list-style-type: none"> Risiken aus Kapitalanlagen müssen beurteilt und mit Eigenmitteln unterlegt werden Solvabilitätskapitalanforderung (SCR) (§§ 96 ff. VAG) Mindestkapitalanforderung (§§ 122 f. VAG) 	<ul style="list-style-type: none"> Unternehmenseigene Risiko- und Solvabilitätsbeurteilung (ORSA) Kapitalanlagen nach dem Grundsatz unternehmerischer Vorsicht (§ 124 Abs. 1 Satz 1 VAG) (sog. „Prudent Person Principle“) 	<p>Vielfältige Berichtspflichten gegenüber Aufsichtsbehörden und Öffentlichkeit</p> <ul style="list-style-type: none"> Bericht über Solvabilität und Finanzlage (SFCR) Bericht an die Aufsicht (RSR) Quantitative Meldungen (QRT)

Marketing von geschlossenen AIF an VAG-Investoren

Solvency II aus der Sicht der Fondsmanager

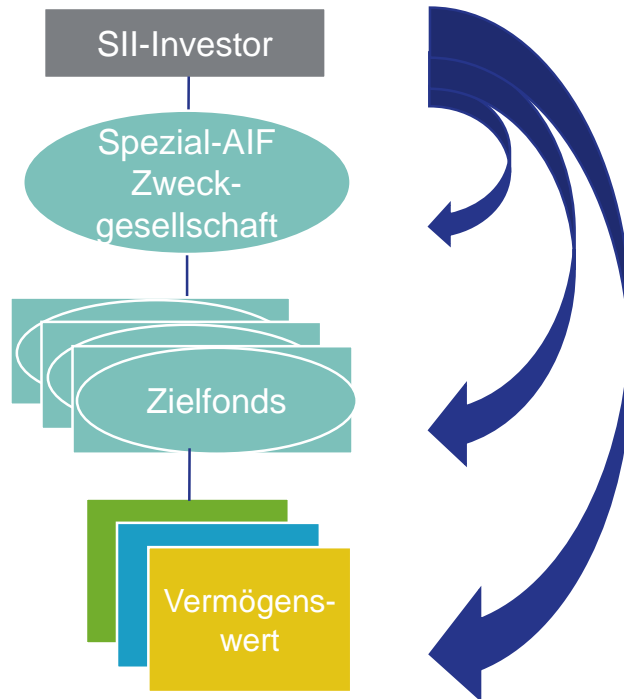


Quelle Karikatur: *The Economist*

Marketing von geschlossenen AIF an VAG-Investoren

Solvency II | Assetbezogene Erfassung | Quantitative und Qualitative Anforderungen

Grundsatz Look-Through-Ansatz

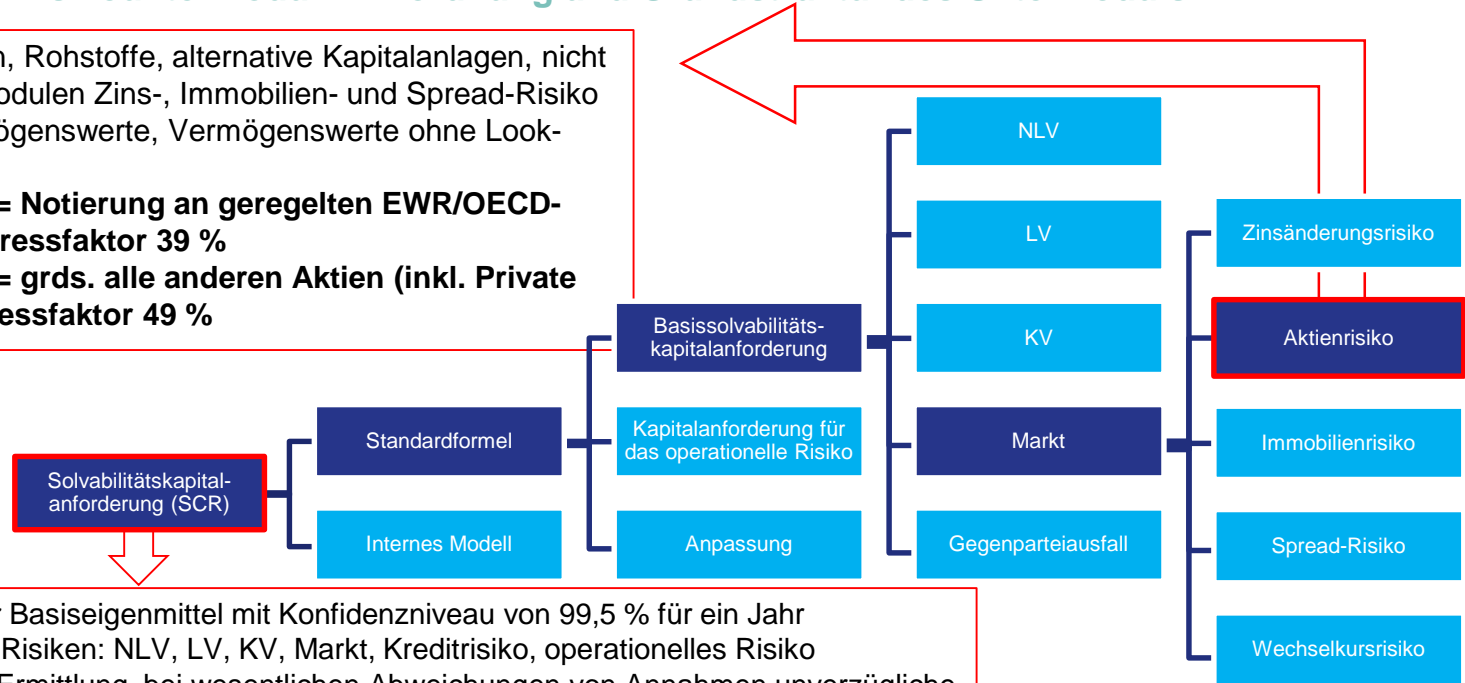


- Einzelne Risiken müssen beurteilt werden
- Wiederholung des Look-Through über mehrere Ebenen, bis alle wesentlichen Risiken erfasst sind (EIOPA-Leitlinien zum Look-Through-Ansatz, Tz. 1.10)
- Einbeziehung von AIF und Investitionsvehikeln unterhalb der eigenen Beteiligungsstruktur
- Abgrenzung zwischen den unterschiedlichen Marktrisikountermodulen für jeden Vermögenswert zur SCR-Ermittlung (Art. 84 (1) SII-DVO)
- Alternativ: **Zielallokation** der Basiswerte eines Fonds, sofern verfügbar und der Fonds sich strikt daran hält (vgl. Art. 84 (3) SII-DVO)
- Alternativ: **einheitliche Behandlung** (vgl. Art. 168 (6)(c) SII-DVO)

Marketing von geschlossenen AIF an VAG-Investoren

Solvency II | Assetbezogene Erfassung | Quantitative und Qualitative Anforderungen AIF im Aktienrisikountermodul - Einordnung und Grundstruktur des Untermoduls

- Aktien = Aktien, Rohstoffe, alternative Kapitalanlagen, nicht in den Untermodulen Zins-, Immobilien- und Spread-Risiko erfasste Vermögenswerte, Vermögenswerte ohne Look-Through)
- **Typ 1-Aktien = Notierung an geregelten EWR/OECD-Märkten → Stressfaktor 39 %**
- **Typ 2-Aktien = grds. alle anderen Aktien (inkl. Private Equity) → Stressfaktor 49 %**



- SCR = VaR der Basiseigenmittel mit Konfidenzniveau von 99,5 % für ein Jahr
- Abzudeckende Risiken: NLV, LV, KV, Markt, Kreditrisiko, operationelles Risiko
- Grds. jährliche Ermittlung, bei wesentlichen Abweichungen von Annahmen unverzügliche Neuberechnung

■ Marketing von geschlossenen AIF an VAG-Investoren

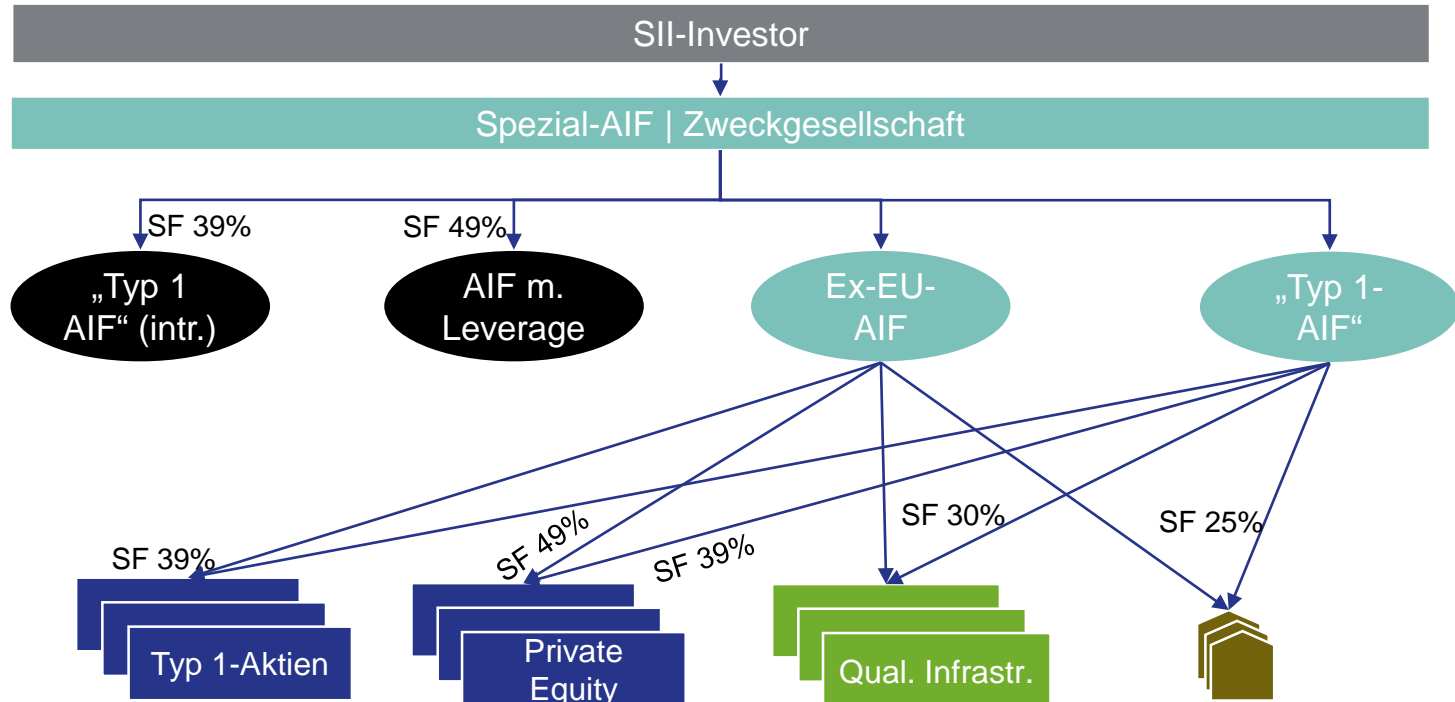
Solvency II | Assetbezogene Erfassung | Quantitative und Qualitative Anforderungen
AIF als Eigenmittelsparer | Anforderung zur Behandlung als „Typ 1-AIF“ im
Aktienrisikomodul

- **Sitz in der EU / Vertrieb von Drittstaaten-AIF mit Pass (Art. 42 AIFMD?)**
- **Geschlossen: Kein festgelegter Rückkauf/keine Rücknahme**
- **Nicht hebelfinanziert**
 - **Schädlich:** Strukturen, die eigens zur (auch indirekten) Risikoerhöhung durch AIF geschaffen wurden
 - **Überbrückungsfinanzierungen** unschädlich, soweit durch Kapitalzusagen gedeckt
 - **Leverage** bei Portfoliounternehmen (einschl. Zielfonds) unschädlich, wenn AIF nicht über reine Kapitalbeteiligung hinaus haftet
- **Alt: EuSEF-AIF oder EuVECA-AIF**

Marketing von geschlossenen AIF an VAG-Investoren

Solvency II | Assetbezogene Erfassung | Quantitative und Qualitative Anforderungen

AIF im Aktienrisikountermodul - Zusammenfassung



Marketing von geschlossenen AIF an VAG-Investoren

Solvency II | Assetbezogene Erfassung | Quantitative und Qualitative Anforderungen

Folgen für Fondsmanager

- Ermittlung und Verarbeitung aller relevanten Informationen (Reporting 2.0):
 - Umfang | Granularität | Qualität
 - Darstellung (Template | IT-Lösungen)
 - Frequenz (> Quartal), Fristen (10. Geschäftstag nach Stichtag)
 - Kosten | Haftung

- Bisherige Marktpraxis:
 - kein institutioneller Standard
 - allgemeine „reasonable efforts“-Klauseln
 - Suche und teilweise Entwicklung professioneller Techniken („Seed-Phase“)

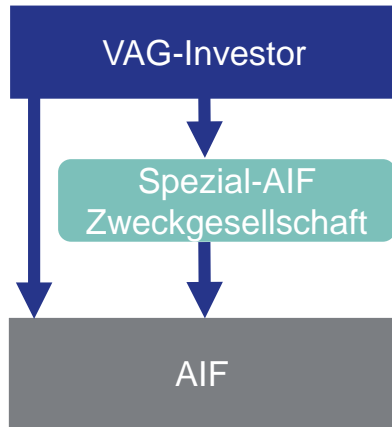
- Entwicklungspotential
 - Marketingtool für Fondsmanager und Dienstleister

Agenda

1. Rahmenbedingungen für Anbieter von AIF im Wandel
2. AnIV | Assetklassenbezogene Einordnung mit quantitativen Beschränkungen
3. Solvency II | Assetbezogene Erfassung | Quantitative und Qualitative Anforderungen
4. Zugangswege in AIF für VAG-Investoren und Folgen für die Produktgestaltung
5. Anhang: Qualifizierte Infrastrukturinvestments

Marketing von geschlossenen AIF an VAG-Investoren

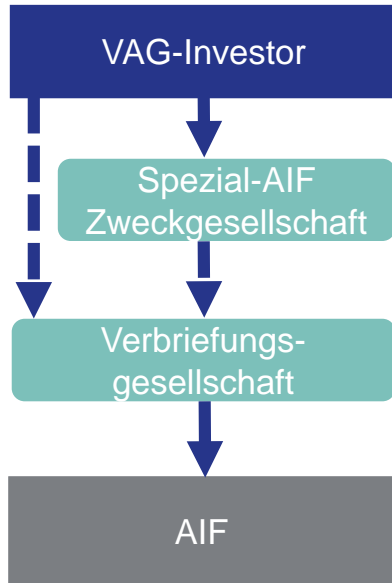
Zugangswege und Folgen für Produktgestaltung



Merkmal	Relevanz für Zugang	
	SII-Investor	AnIV-Investor
EWR / OECD Herkunft	Risikomanagement (PPP)	Notwendig bei direkter Beteiligung
Regulierung des AIF-Managers	Risikomanagement (PPP)	Notwendig bei direkter Beteiligung
Leverage	Risikomanagement (PPP) (SCR-Folgen)	z. T. problematisch (RS 4/2011)

Marketing von geschlossenen AIF an VAG-Investoren

Zugangswege und Folgen für Produktgestaltung



Merkmal	Relevanz für Zugang	
	SII-Investor	AnIV-Investor
Wertpapier ohne qualitative Zusätze (Garantiecoupon, Sicherheiten, Rating)	<ul style="list-style-type: none"> Risikomanagement Für SCR nur AIF/Vermögenswerte maßgeblich 	<ul style="list-style-type: none"> Einordnung als Schuldverschreibung/Nachrangforderung/Genussrecht möglich (Anrechnung Beteiligungsquote)
Wertpapier mit qualitativen Zusätzen	<ul style="list-style-type: none"> - SCR-Einfluss möglich - weitere Durchschau ggf. vermeidbar 	<ul style="list-style-type: none"> Zuordnung zu ABS/CLN mit Quote möglich

■ Marketing von geschlossenen AIF an VAG-Investoren

Qualifizierte Infrastrukturinvestments | Grundkonzept

Privilegierte Behandlung bestimmter Anlagen in Infrastrukturprojekten sowohl bei Investitionen mit Eigen- als auch Fremdkapital

- ggf. günstigere Stressfaktoren beim Spread-Risiko bei FK-Instrumenten
- Einheitliche Anwendung des Stressfaktors 30 % im Aktienrisikountermodul

Voraussetzungen

- Bislang nur Infrastrukturprojekte (nicht Infrastrukturunternehmen)
- Projektbezogene Anforderungen
- Beteiligungsbezogene Anforderungen bei Fremdfinanzierung bzw. Fehlen externer Ratings
- Investorenspezifische Anforderungen:
 - Fähigkeit, FK-Instrumenten bis zum Laufzeitende zu halten
 - Besondere Risikomanagement-Anforderungen

Uwe Bärenz



Rechtsanwalt Partner

P+P Pöllath + Partners Berlin
uwe.baerenz@pplaw.com
Tel.: +49 (30) 253 53 122

Tätigkeitsschwerpunkte:

- Investment Fonds für alternative Kapitalanlagen
- Asset Management-Lösungen für alternative Kapitalanlagen
- Asset Management-Transaktionen (Alternative Funds)

Zur Person

- Studium der Philosophie und Rechtswissenschaften in Berlin
- bei P+P Pöllath + Partners seit 1999

Weitere Aktivitäten

- Vorträge und Veröffentlichungen zur aktuellen Verwaltungspraxis und zu Gesetzesinitiativen mit Auswirkungen auf Fondsstrukturen für alternative Kapitalanlagen (<https://www.pplaw.com/de/publikationen?author=622>)
- Universitäre Lehrtätigkeit (TU München, EBS Business School) und Mitarbeit in Arbeitskreisen (BAI) zu aufsichtsrechtlichen und steuerlichen Aspekten alternativer Kapitalanlagen

Kontakt

P+P Berlin

Potsdamer Platz 5 | 10785 Berlin

Tel.: +49 30 25353-0 | Fax: +49 30 25353-999

E-Mail: ber@pplaw.com

P+P Frankfurt a. M.

Hauptwache, Zeil 127 | 60313 Frankfurt a. M.

Tel.: +49 69 247047-0 | Fax: +49 69 247047-30

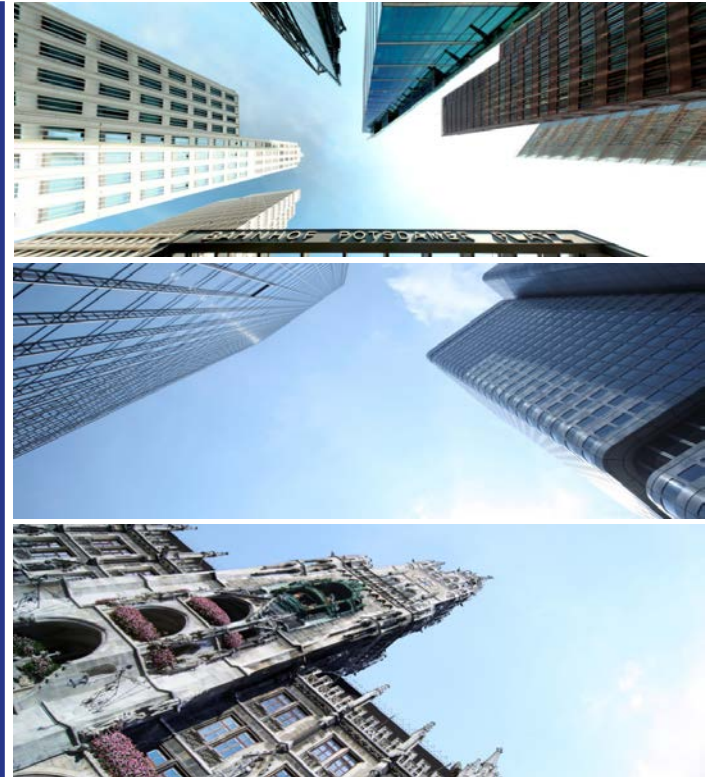
E-Mail: fra@pplaw.com

P+P München

Hofstatt 1, Eingang Färbergraben 16 | 80331 München

Tel.: +49 89 24240-0 | Fax: +49 89 24240-999

E-Mail: muc@pplaw.com



■ Anhang



Qualifizierte Infrastrukturinvestments

Projektbezogene Merkmale

Stressresistenz

- Refinanzierungskonditionen
- Wirtschaftsschocks
- Verzögerungen (Planung/Bau)
- Insolvenzen
- Wetter
- Preise / Nachfrage

Cash-Flow

- Nutzungsunabhängige Vergütungen
- Mindestabnahmemengen
- Ersatzleistungen
- Vorhersehbarkeit hinreichender Nachfrage

Vertragliche Rahmenbedingungen

- Sicherstellung der Finanzierung
- Bei Abhängigkeit von einzelnen Abnehmern: Schutz vor Nicht-Abnahme

Qualifizierte Infrastrukturinvestments

Beteiligungsbezogene Merkmale des Projekts

Fremdkapital

- Sicherheiten bezogen auf Projekt-Assets (soweit zulässig)
- Pfandrechte an Gesellschaftsanteilen
- Kontrolle über Nutzung Cash-Flows
- Kontrolle über weitere Fremdfinanzierung des Projekts

Kein externes Rating

- Grds. nur erstrangige Forderungen
- Belegenheit in EWR/OECD
- Absicherung der Fertigstellung
- Angemessenes Risikomanagement für operative Risiken
- Einsatz bewährter Technologien
- Für Bedienung von Schulden geeignete Kapitalstruktur
- Niedriges Refinanzierungsrisiko
- Derivateinsatz nur zu Absicherungszwecken
- Besondere Anforderungen an EK-Investoren für Greenfield-Anlagen

Qualifizierte Infrastrukturinvestments

Investorenbezogene Merkmale

Risikomanagement

- Due Diligence des SII-Investors (Merkmale qualifizierter Infrastruktur, Finanzmodell)
- Regelmäßiges Monitoring und Stress-Tests
- Verfahren für aktives Monitoring während der Errichtungsphase, Maximierung von Erträgen bei Work-out-Szenarien
- FK-Investments: ALM mit dem Ziel, Investment, bis zur Fälligkeit halten zu können

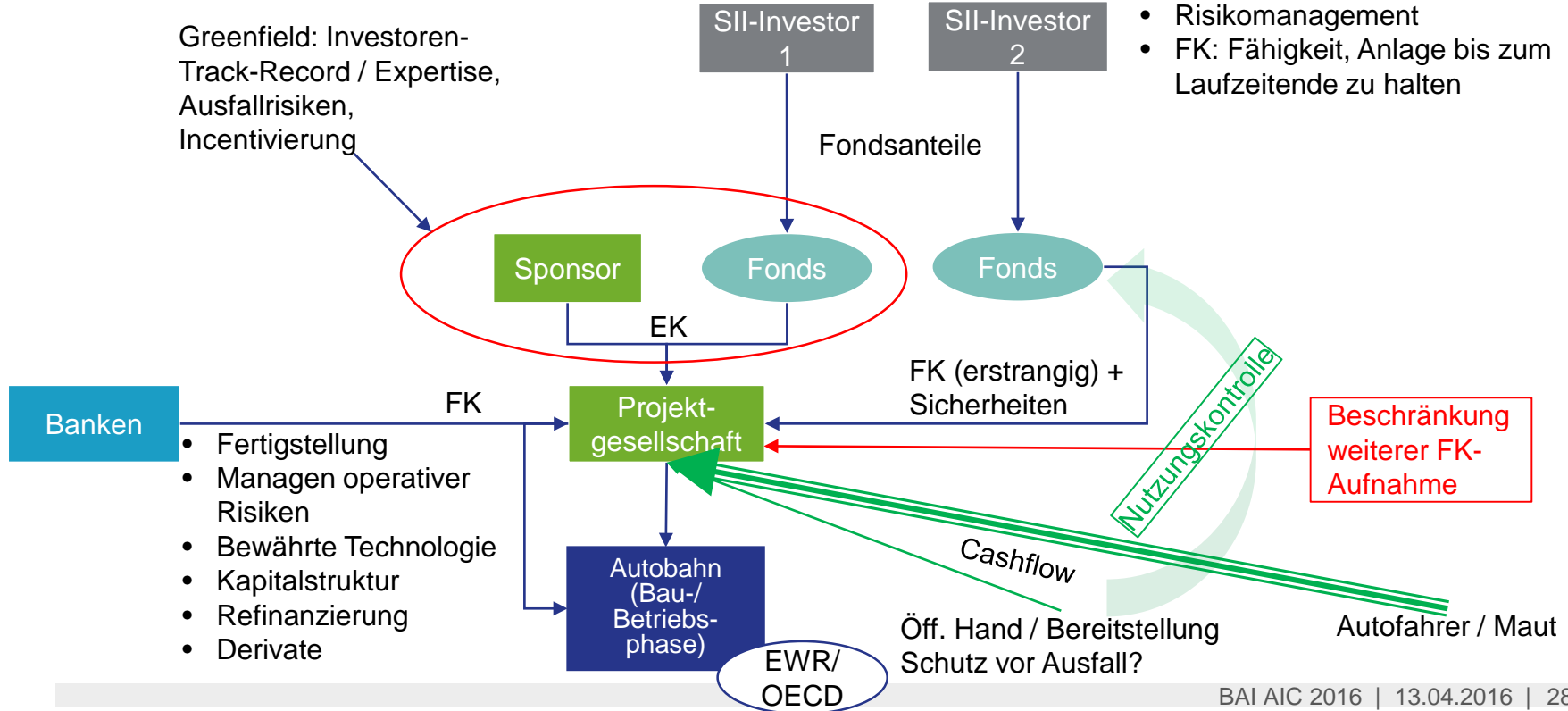
Qualifizierte Infrastrukturinvestments

Beispiel (kein externes Rating)

Greenfield: Investoren-Track-Record / Expertise, Ausfallrisiken, Incentivierung

SII-Investor 1
SII-Investor 2

- Risikomanagement
- FK: Fähigkeit, Anlage bis zum Laufzeitende zu halten



- Fertigstellung
- Managen operativer Risiken
- Bewährte Technologie
- Kapitalstruktur
- Refinanzierung
- Derivate