

AN: Mandanten
VON: P+P Pöllath + Partners

TO: Clients
FROM: P+P Pöllath + Partners

DATUM: 12. Mai 2010

DATE: 12 May 2010

ZU: Änderung der Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen

RE: Changes to Ordinance regulating investments of insurance companies' restricted assets

Am 12. Mai 2010 hat das Bundesministerium für Finanzen (BMF) den Entwurf einer neuen Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen („Anlageverordnung“, „AnIV“) veröffentlicht und zur Konsultation freigegeben. Die Anlageverordnung ist zuletzt durch die Zweite Verordnung zur Änderung der Anlageverordnung vom 21. Dezember 2007 (BGBl I, S. 3278) geändert worden. Die Änderungen des Investmentgesetzes durch das Investmentänderungsgesetz vom 21. Dezember 2007 haben dabei noch keine Berücksichtigung gefunden. Der aktuelle Verordnungsentwurf bezweckt unter anderem, dies nachzuholen.

On 12 May 2010 the German Federal Ministry of Finance (BMF) has released the draft a new Ordinance on the Investment of Restricted Assets of Insurance Undertakings (“**Insurance Ordinance**”, “**IO**”) and submitted to market participations for consultation. The IO was last amended by the Second Ordinance amending the IO of 21 December 2007 (Federal Law Gazette I, p. 3278). The amendments to the Investment Act by the Investment Amendment Act of 21 December 2007 have not yet been adopted at that time. The current draft aims, among others, to catch up with such changes.

Während viele der geplanten Änderungen nur redaktioneller Natur sind, sind v. a. die avisierten Änderungen für Anlagen in Private Equity und Immobilienfonds von Relevanz.

While many of the proposed changes are mere editorial changes, in particular the proposed changes concerning investments in private equity and real estate funds are of importance.

1. Beteiligungen (Nr. 13)

1. Participations (No. 13)

Eingehen unternehmerischer Risiken

Taking entrepreneurial risks

Der Verordnungsentwurf konkretisiert den Be-

The IO specifies the term "participation" in

P+P Berlin

Potsdamer Platz 5 • 10785 Berlin
 Tel. +49 (30) 253 53-0 • Fax +49 (30) 253 53-999
 ber@pplaw.com

P+P Frankfurt/Main

Zeil 127 • 60313 Frankfurt/Main
 Tel. +49 (69) 24 70 47-0 • Fax +49 (69) 24 70 47-30
 fra@pplaw.com

P+P München

Kardinal-Faulhaber-Str. 10 • 80333 München
 Tel. +49 (89) 242 40-0 • Fax +49 (89) 242 40-999
 muc@pplaw.com

griff der „Beteiligung“ im Hinblick auf die Anlageklasse des § 2 Abs. 1 Nr. 13 AnIV. Voraussetzung soll danach sein, dass das Zielunternehmen, an dem die Beteiligung erworben wird, **„über ein Geschäftsmodell verfügt und unternehmerische Risiken eingeht“**. Nach der Begründung des Entwurfs kommt das Vorhandensein eines Geschäftsmodells darin zum Ausdruck, dass der Unternehmenswert sich nicht lediglich aus der Summe der Inventarwerte des Unternehmens zusammensetzt. In den Unternehmenswert muss also auch der immaterielle Geschäftswert einfließen. Demgegenüber verfügt ein Unternehmen, das sich auf den bloßen Kauf und Verkauf sowie die Verwaltung von Finanzanlagen beschränkt, nicht über ein mit unternehmerischen Risiken verbundenes Geschäftsmodell.

Laut Begründung soll es allerdings ausreichen, wenn dieses Kriterium (z.B. bei Private Equity Fonds) mittelbar auf Ebene der jeweiligen Portfoliounternehmen des Fonds erfüllt wird. Aus der AnIV selbst ergibt sich dies allerdings nicht. Es wäre aber in jedem Fall wichtig, dass dieses Kriterium nur mittelbar auf Ebene der Portfoliounternehmen Anwendung findet, da andernfalls die Anlage in typischerweise vermögensverwaltend ausgestalteten Private Equity Fonds im Rahmen der Beteiligungsquote nicht mehr möglich wäre.

Aufhebung der schuldnerbezogenen 10 %-Grenze

Bislang ist die Anlage in Beteiligungen auf 10 Prozent des Eigenkapitals des jeweiligen Portfoliounternehmens beschränkt. Diese Be-

terms of the asset class defined in Section 2 para 1 No. 13 IO. It is now required that the target company in which the insurance company acquires a participation "has a business model and takes entrepreneurial risks". According to the explanations provided with respect to such draft, the existence of a business model is indicated if the value of the enterprise is not merely the sum of the asset value of the company, i.e. the enterprise value must also be influenced by the intangible business value. In contrast, an enterprise that is limited to the mere buying, selling and managing of financial assets does not have a business model associated with entrepreneurial risks.

According to the justification of the draft it is sufficient, if this criterion (e.g. in private equity funds) is met indirectly at the level of the portfolio company of the fund. The IO itself does not make a comment in this regard. However, it is important to apply the criterion only at the level of the target companies of the fund because otherwise investments in private equity funds which are typically not involved in a trade or business would no longer qualify for the participation quota.

Abolishment of the debtor related 10 % limitation

So far, the investment in participations have been limited to 10 percent of the equity of the respective target company. This refer-

zugsgröße soll nunmehr aufgehoben und durch eine Anknüpfung an das gebundene Vermögen des Versicherungsunternehmens ersetzt werden. Künftig dürfen nach § 4 Abs. 4 S. 1 AnIV-E Anlagen in Form von Forderungen aus nachrangigen Verbindlichkeiten, Beteiligungen und börsennotierten Aktien (Anlagen i.S.v. § 2 Abs. 1 Nr. 9, 12 und 13 AnIV) bei ein und demselben Unternehmen 1 Prozent des gebundenen Vermögens nicht überschreiten.

Damit dürfte sich der Spielraum bei Anlagen dieser Anlageklassen, insbesondere nach Nr. 13, jedenfalls für größere Versicherungsunternehmen, erhöhen, da künftig Beteiligungen bis zu 100 Prozent des Eigenkapitals der Zielgesellschaft zulässig sind. Für kleinere Versicherungsunternehmen mit einem überschaubaren gebundenen Vermögen könnte diese Grenze hingegen unter Umständen stärkere Einschränkungen bedeuten.

Durchrechnungsregel (wichtige Änderung für Mezzaninefonds)

Wie auch zuvor für die schuldnerbezogene 10% gilt auch für die neue oben beschriebene 1% Regel die Durchrechnung des § 4 Abs. 4 AnIV bei „Holdinggesellschaften“; danach wird die 1 Prozent-Limitierung auf jedes der von einer Holdinggesellschaft gehaltenen Portfoliounternehmen durchgerechnet. Zu beachten ist, dass der Entwurf eine kleine, aber in der Praxis bedeutende Änderung der Definition einer „Holdinggesellschaft“ vorsieht: Holdinggesellschaften sind danach Unternehmen, deren alleiniger Zweck das Halten **von Anlagen nach § 2 Abs. 1 Nr. 9, 12 und 13 AnIV** (an-

ence figure shall now be abolished and replaced by a reference to the restricted assets of the insurance company. In future assets in the form of receivables from subordinate loans, participations and listed shares in stock corporations (assets in terms of Section 2 para 1 No. 9, 12 and 13 IO) in one target company may not exceed the amount of 1 percent of the restricted assets.

Thus, the scope for investments in assets of these asset classes, in particular asset class No. 13, should be extended, at least for larger insurance companies, as investments of up to 100 percent of the equity of the target company will be permissible. However, for smaller insurance companies the new limitation might turn out to be problematic.

Look-through clause (important change for mezzanine funds)

As previously regarding the former 10% threshold, the look-through of Section 4 para 4 IO also applies to the new 1% limitation; i.e. the 1 percent limitation will be applied to every single company held by such holding company. Additionally, the definition of the term “holding company” for purposes of this holding clause is proposed to be changed: According to the draft a holding company is an enterprise whose sole purpose is the holding of assets **in terms of Section 2 para 1 No. 9, 12 and 13 IO** (previously “interest”) in other enterprises. This

statt zuvor „Anteilen“) an anderen Unternehmen“ ist. Damit ist nun auch bei Anlagen in Mezzaninefonds (also Fonds, die über nachrangige Darlehen und Genussrechte in Portfoliounternehmen investieren) die Durchrechnung auch auf Portfolioebene möglich.

2. Immobilien (Nr. 14)

Wegfall der 3-Objekt-Grenze

Die bisher für Anlagen in Immobiliengesellschaften geltende 3-Objekt-Grenze (§ 2 Abs. 1 Nr. 14 a) AnIV) soll wegfallen. Dadurch soll die Risikostreuung verbessert werden und Kosteneinsparungen erzielt werden. Letztlich wird insoweit die entsprechende Änderung des Investmentgesetzes (§ 68 Abs. 5 Nr. 1 InvG) nachvollzogen, das vor Inkrafttreten des Investmentänderungsgesetzes eine ähnliche Beschränkung für Immobilien-Sondervermögen vorsah.

Geschlossene Immobilien(dach)fonds

Weiterhin sieht der Gesetzentwurf innerhalb der Immobilienanlagen eine neue Anlageart vor (§ 2 Abs. 1 Nr. 14 c) AnIV-E). Im Rahmen der Immobilienquote dürfen Versicherungsunternehmen danach künftig auch **in geschlossenen Fonds anlegen, die von einer Investmentgesellschaft eines EWR-Staats ausgegeben werden und einer öffentlichen Aufsicht unterliegen, wenn diese Fonds ihr Vermögen in Immobilien-Unternehmen i.S.d. § 2 Abs. 1 Nr. 14 a) AnIV oder in Immobilien-Zielfonds, die die Voraussetzungen des § 2 Abs. 1 Nr. 15 bis 17 AnIV erfüllen, anlegen.** Unklar ist, ob ein solcher Fonds

will have the effect that the holding clause will also be applicable to mezzanine funds (i.e. funds, which are investing via subordinate loans, profit participation rights in portfolio companies).

2. Real Estate (No. 14)

3 object limitation abolished

The 3 object limitation applicable to investments in real estate companies (Section 2 para 1 No. 14 a) IO) will be abolished, aiming to improve the risk diversification and allowing cost savings. In the end, the new regulation is in line with the respective change of the Investment Act (Section 68 para 5 No. 1 Investment Act), which had provided for a similar limitation for real estate investment funds before the Investment Amendment Act became effective.

Closed ended real estate (fund of) funds

Further, the draft provides for a new asset class among the eligible real estate assets (Section 2 para 1 No. 14 c IO (new)). In future insurance companies may invest under the real estate quota **into closed-ended funds issued by an investment company of a EEA Member State and being subject to a supervision, if such fund is invested into real estate companies in terms of Section 2 para 1 No. 14 a) IO or in real estate target funds meeting the conditions of Section 2 para 1 No. 15 to 17 IO.** It is unclear whether such funds must invest in target funds AND real estate

in Zielfonds UND Immobiliengesellschaften investieren muss, oder ob vielmehr auch ausschließlich in Immobiliengesellschaften investierende Fonds zulässig sind.

Die Aktien oder Anteile an dem Fonds müssen frei übertragbar sein. Zusätzlich muss sich das Vermögen des Fonds (auf durchgerechneter Grundlage) zu mindestens 80 Prozent aus Grundstücken bzw. grundstücksgleichen Rechten zusammensetzen; die übrigen Anlagen müssen für die Liquiditätsvorschrift des § 80 InvG qualifizieren. Erklärter Zweck dieses neuen Anlagetatbestands ist, Versicherungsunternehmen zu ermöglichen, weiter als bisher im Rahmen der Immobilienquote in Immobilienunternehmen und Immobilien-Zielfonds zu investieren und dabei die Anlageklasse der Beteiligungen (§ 2 Abs. 1 Nr. 13 AnIV) zu entlasten. Ohne den neuen Tatbestand würden Beteiligungen der in § 2 Abs. 1 Nr. 14 c) AnIV-E genannten Art allenfalls unter die Beteiligungsquote fallen, da sie nicht als Immobilien-Unternehmen i.S.d. Nr. 14 a) qualifizieren.

Die geschlossenen Immobilien-Zielfonds müssen die gleichen Voraussetzungen erfüllen wie die offenen und den Anforderungen des § 2 Abs. 1 Nr. 15 bis 17 AnIV genügen. Damit sind auf Ebene der geschlossenen Immobilien-Zielfonds die Vorschriften des Investmentgesetzes, die für offene Immobilienfonds gelten, zu beachten. Unter anderem wird klargestellt, dass die Fremdmittelaufnahme auf Ebene des geschlossenen Fonds auf kurzfristige und marktgerecht verzinsten Darlehen zu Überbrückungszwecken von maximal 20 Prozent des Bruttovermögens des Fonds beschränkt sein

companies or whether such funds may also exclusively invest in real estate companies.

The shares or interests in this fund must be freely transferable. In addition the assets of the fund must consist of at least 80 percent real estate respectively rights equivalent to real property; the other assets must qualify for the liquidity requirement of Section 80 Investment Act. The new asset class aims to give insurance companies the possibility to invest under the real estate quota into real estate companies and real estate target funds in a wider range than previously and thereby to relieve the asset class "participations" (Section 2 para 1 No. 13 IO). Without the new provision participations in the form of those mentioned in Section 2 para 1 No. 14 c) IO-E would at the best fall under the participation quota as they are not qualifying as real estate companies in terms of No. 14 a).

The closed-ended real estate target funds must meet the same conditions as the open-ended and meet the requirements of Section 2 para 1 No. 15-17 IO. Thus at the level of the closed-ended real estate-target funds, the provisions of the Investment Act, which apply to open-ended real estate funds have to be considered. Among other things, it is clarified that debt financing at the level of the closed-ended fund has to be limited to short-term loans at market interest rates for purposes of bridge financing and may not exceed 20 percent of the

muss. Bei den Immobilien-Zielfonds darf die Fremdkapitalaufnahme 60 Prozent der von diesen gehaltenen Immobilienwerten (Verkehrswerten) nicht überschreiten; Derivate dürfen nur zur Absicherung eingesetzt werden. Auch hier ist fraglich, bis zu welcher Höhe Fremdkapitalaufnahme im Falle eines direkt investierenden Immobilienfonds erlaubt ist. Weder der Entwurf noch die Begründung sieht hierzu etwas vor. Wenn tatsächlich geschlossene Immobilienfonds auch ausschließlich direkt in Immobiliengesellschaften investieren dürfen, müsste aber entsprechend Fremdkapitalaufnahme i.H.v. 60 Prozent auf Ebene der Immobiliengesellschaften erlaubt sein. Dies bleibt offen. Andernfalls erscheint es allerdings sehr fragwürdig, ob die Neuerung tatsächlich die gewünschte Entlastung der Beteiligungsquote herbeiführt.

Gesellschafterdarlehen an Immobiliengesellschaften

Als zulässige Anlageform kommen künftig auch Gesellschafterdarlehen an Immobilien-Unternehmen i.S.d. Nr. 14 a), an denen das Versicherungsunternehmen beteiligt ist, in Frage (bis zu 25 Prozent des gebundenen Vermögens). Voraussetzung ist allerdings, dass die strengen Erfordernisse des § 69 Abs. 1 Satz 1 und 2 InvG erfüllt werden.

3. Ausländische Investmentanteile (Nr. 17)

Bei der Anlageklasse Nr. 17 (ausländische Investmentanteile) soll die Bezugnahme auf § 2 Abs. 9 InvG entfallen. Damit soll sichergestellt

gross assets of the fund. The leverage in the target funds may not exceed 60 percent of the real estate assets (fair market value) held by such target fund; derivatives may be used only for hedging purposes. An issue is to what extent leverage is allowed in the case of a directly investing real estate fund. The draft provides that closed-ended real estate funds may also invest directly in real estate companies; in this respect the new asset class does not seem to be limited to mere fund of fund structures. Consequently, 60 percent leverage should be permissible at the level of the real estate companies. However, this point remains unclear. In case this interpretation is wrong, it seems questionable if the new regulation is able to result in the aimed relief of the participation quota.

Shareholder loans to real estate companies

In future shareholder loans granted to real estate companies in terms of No. 14 a), in which the insurance company holds a participation, will be eligible assets (up to 25 percent of the restricted assets). However, the strict requirements of Section 69 para 1 sentence 1 and 2 Investment Act must be met.

3. Foreign Investment Fund Units (No. 17)

The asset class No. 17 (foreign investment fund units) shall no longer refer to Section 2 para 9 Investment Act, in order to ensure

werden, dass Versicherungsunternehmen ausländische Investmentanteile auch weiterhin entsprechend der bisherigen Verwaltungspraxis der Versicherungsaufsicht für das gebundene Vermögen erwerben können, ohne Einschränkungen durch die investmentrechtliche Aufsichtspraxis zu unterliegen.

4. Rohstoffe

Eine weitere Neuerung gibt es bei der Anlage in Rohstoffe. Bislang werden direkte und indirekte Anlagen in Sondervermögen, die in Rohstoffindizes oder Produkte, deren Ertrag oder Rückzahlung an Rohstoffindizes gekoppelt ist, investieren, auf die Hedgefonds-Quote von 5 Prozent des gebundenen Vermögens angerechnet. Durch die Änderungen des Investmentgesetzes sind nunmehr Rohstoffanlagen in Fonds in erheblich erweitertem Umfang möglich (z. B. in Form von Rohstoffe repräsentierenden oder von deren Performance abhängigen Wertpapieren). Für VAG-Anleger sollen den erweiterten Anlagemöglichkeiten in Rohstoffe durch eine eigene Rohstoffquote (§ 3 Abs. 2 Nr. 3 AnIV-E) Rechnung getragen werden. Danach dürfen künftig bis zu 5 Prozent des gebundenen Vermögens in direkte oder indirekte Anlagen nach § 2 Abs. 1 Nr. 15 bis 17 AnIV investiert werden, soweit sie an Rohstoffrisiken gebunden sind. Auch zulässig sind Anlagen, deren Ertrag oder Rückzahlung an Rohstoffrisiken gebunden ist.

Wir halten Sie über die weiteren Entwicklungen in diesem Bereich auf dem Laufenden.

that insurance companies can continue to acquire foreign investment units according to the administrative practice on restricted assets of the insurance supervisory authorities, without being subject to restrictions by the supervisory practice under investment law.

4. Commodities

Another innovation relates to investments in commodities. Currently, direct and indirect investments in investment funds being invested in commodity indices or products whose return or repayment is linked to commodity indices are added to the hedge fund quota of 5 percent of the restricted assets. Due to the amendments of the Investment Act commodity investments in funds are now possible in a significantly expanded scope (e. g. in the form of securities representing commodities or being related to the performance of commodities). A new commodities quota is planned for VAG-investors in order to take advantage of the new investment opportunities (Section 3 para 2 No. 3 IO new). Accordingly, up to 5 percent of the restricted assets may be invested in direct indirect assets in terms of Section 2 para 1 No. 15 to 17 IO if these assets are linked to commodity risks. Assets whose return or repayment is linked to commodity risks are permissible, too.

We will keep you posted on further developments in this regard.

Bei Fragen zögern Sie bitte nicht, die nachstehend aufgeführten Anwälte zu kontaktieren.

For further questions please do not hesitate to contact one of the lawyers listed below.

Mit freundlichen Grüßen
P+P Pöllath + Partners

Best regards
P+P Pöllath + Partners

Frankfurt

Dr. Andreas Rodin
+49 (69) 247047 – 17
andreas.rodin@pplaw.com

Patricia Volhard, LL.M.
+49 (69) 247047 – 16
patricia.volhard@pplaw.com

Dr. Andreas Höpfner
+49 (69) 247047 – 21
andreas.hoepfner@pplaw.com

Berlin

Uwe Bärenz
+49 (30) 25353 – 122
uwe.baerenz@pplaw.com

Amos Veith, LL.M.
+49 (30) 25353 – 124
amos.veith@pplaw.com