

RECHT UND KAPITALMARKT

Regulierer attackieren Investments der Assekuranz in Private Equity

Volkswirtschaftliches Eigentor der Politik – „Aufsichtsrechtliche Bestrafung“

Von Hans-Jochen Otto *)

Börsen-Zeitung, 16.8.2014

Die starken Zahlen deutscher Unternehmen erfreuen den Finanzminister und noch mehr deren Eigentümer, die Gewinne und Wertsteigerungen ihrer Investments verbuchen können. Allein: Bei börsennotierten Gesellschaften wird der Anteil in Deutschland ansässiger Investoren immer unbedeutender: zuletzt nur noch 18% an Dax-Unternehmen, während auf angelsächsische Investoren über 50% entfallen. Unter den nicht gelisteten Gesellschaften sieht es bei Private Equity nicht viel anders aus, so dass die letzte Bastion inländischen Firmeneigentums im Grunde nur noch von Familienunternehmen gehalten wird.

Starke Schwankungen

Aufgrund der volkswirtschaftlichen Bedeutung des auf Eigentümerebene anfallenden Anteils an der im Inland erbrachten Wertschöpfung muss es erstaunen, wie die aktuelle Regulierung mit restriktivem Grundansatz Eigenkapitalinvestments der jeweiligen institutionellen Investoren geradezu auszubremsen trachtet. Dabei hatten insbesondere Versicherer in der Vergangenheit mit Aktieninvestments ohnehin schon ein Problem. Aufgrund der Umstellung der Bilanzierung auf IAS/IFRS sind sie gezwungen, sämtliche Aktienkursschwankungen im Rahmen des Fair-Value-Ausweises in ihrer eigenen Gewinn- und Verlust-Rechnung, zumindest aber im Eigenkapital nachzuvollziehen und damit unter Umständen starke Schwankungen in dessen Bilanzausweis in Kauf zu nehmen.

Nachdem die Kapitalmärkte zwischenzeitlich in eine anhaltende Phase negativer Realzinsen eingetreten sind, zeichnet sich eine Trendwende im Anlageverhalten institutioneller Investoren ab – fort von Fremdkapitalinstrumenten wie Anleihen hin zu

Eigenkapitalinvestments. Bei Letzteren wiederum besteht starkes Interesse an den bisher unterrepräsentierten alternativen Investments wie Private Equity (PE) und Infrastruktur, nicht zuletzt weil neben guten Renditeperspektiven hier die IFRS-bedingte Bilanzvolatilität weitgehend vermieden werden kann.

Aberwitzig hohe Unterlegung

Vor diesem Hintergrund mutet die Bemessung der Höhe des für PE-Investments zu unterlegenden Eigenkapitals geradezu aberwitzig an. Die EU-Regulierungsbehörde EIOPA legt im Rahmen von Solvency II die Volatilität eines Index (LPX 50TR) für die größten börsennotierten PE-Fondsmanager wie Blackstone oder KKR zugrunde. Die direkte Folge ist ein drakonisch hohes Eigenkapitalunterlegungserfordernis von 49% des investierten Kapitals. Das typische Kapitalrisiko eines PE-Portfolios europäischer Versicherer, die in der Regel in geschlossene Fonds investieren, wird hierdurch nicht einmal ansatzweise widergespiegelt. Nicht viel besser sieht es bei den für Aktien- und Infrastrukturinvestments vorgesehenen Kapitalerfordernissen (bis 59%) aus. Hier sprechen Versicherer von aufsichtsrechtlicher Bestrafung.

Auf nationaler Ebene erfasst der Regulierungseifer insbesondere die kleinen und mittelgroßen Versicherer. In dem vom Bundesfinanzministerium vorgelegten Entwurf der Anlageverordnung werden sämtliche Investments von Versicherungen in PE-Fonds, die nicht der Regulierung nach dem kürzlich in Kraft getretenen Kapitalanlagegesetzbuch oder vergleichbarer Regulierung in EWR- bzw. OECD-Staaten unterliegen, kurzerhand verboten bzw. nur im Rahmen einer Öffnungsklausel gestattet. Dies gilt auch für Investitionen in PE-Dachfonds, sofern diese nicht ausschließlich in regulierte PE-Fonds investie-

ren, was in der Praxis kaum je der Fall sein dürfte.

Absurdes Ergebnis dieser Neufassung der Anlageverordnung ist, dass den Versicherungsunternehmen damit letztendlich jegliches Investment gerade in deutsche PE-Fonds untersagt wird: Praktisch sämtliche in Deutschland ansässigen Fonds verfügen über ein Fondsvolumen unter 500 Mill. Euro und sind nach dem Kapitalanlagegesetz damit von dem teuren, mit einer Erlaubniserteilung verbundenen bürokratischen Aufwand befreit. Mittelständischen Private-Equity-Häusern wird die Nutzung des ihnen eingeräumten Privilegs der Erlaubnisfreiheit mit drastischen Nachteilen auf Investorenebene vergolten. Letztlich übt das einen indirekten Druck auf deutsche Fonds aus, die gesetzlich vorgesehene Erlaubnisfreiheit nicht in Anspruch zu nehmen. Wenn dies angesichts des Kostenaufwands nicht möglich ist, lautet die Alternative, vom Markt zu verschwinden und größeren internationalen Playern das Feld zu überlassen.

Nach den Banken wird nun mit den Versicherern auch die zweite Säule inländischer Langfristinvestoren für Industrie- und Infrastrukturunternehmen attackiert. Damit drängt sich die Frage auf, ob die Politik tatsächlich die Eigentümeranteile an inländischer Wertschöpfung asiatischen Staats- oder angelsächsischen PE-Fonds überlassen möchte. Eine besondere Ironie der Regulierungsexzesse liegt darin, dass über die nunmehr ins Visier genommenen Versicherungen die eigenen zugunsten ausländischer Altersvorsorgesysteme geschwächt und Wertschöpfungserlöse auf der Grundlage geltender Doppelbesteuerungsabkommen der inländischen Steuerverstrickung entzogen werden.

*) Dr. Hans-Jochen Otto ist Partner bei der Kanzlei Otto Mittag Fontane.