

Änderung der Anlageverordnung tritt in Kraft – Erleichterungen für Infrastrukturinvestments



Am 18. September 2024 hat die Bundesregierung den Entwurf für das Zweite Gesetz zur Stärkung der betrieblichen Altersversorgung und zur Änderung weiterer Gesetze („2. Betriebsrentenstärkungsgesetz“) veröffentlicht (der „Regierungsentwurf“). Ein zentraler Bestandteil dieses Entwurfs war die Reform der Anlageverordnung („AnIV“), die für die Kapitalanlage bestimmter versicherungsaufsichtsrechtlich regulierter Investoren von großer Bedeutung ist. Aufgrund des Endes der Ampelkoalition und der bevorstehenden Neuwahlen war lange unklar, ob und in welchem Umfang der Entwurf – und damit auch die Änderungen der AnIV – tatsächlich verabschiedet wird. Nun wurde die geplante Reform der AnIV jedoch aus dem 2. Betriebsrentenstärkungsgesetz herausgelöst und stattdessen mit der Achten Verordnung zur Änderung von Verordnungen nach dem Versicherungsaufsichtsgesetz vom 31. Januar 2025 („Änderungsverordnung“) eigenständig umgesetzt.

Die Änderungsverordnung wurde am 6. Februar 2025 im Bundesgesetzblatt verkündet und trat am darauffolgenden Tag in Kraft. Inhaltlich übernimmt sie die im Regierungsentwurf vorgesehenen Anpassungen und stützt sich in ihrer Begründung auf die Erläuterungen des Regierungsentwurfs.

Im Kern sind folgende wichtige Neuerungen vorgesehen:

- Einführung einer eigenständigen Infrastrukturquote in Höhe von 5 % des Sicherungsvermögens;
- Zulässigkeit der Nutzung der Öffnungsklausel für Anlagen oberhalb der geltenden Streuungsgrenzen;
- Erhöhung der Risikokapitalanlagequote von 35 % auf 40 % des Sicherungsvermögens;
- Klarstellung des Gesetzgebers, dass „Beteiligungs-AIF“

nach § 2 Abs. 1 Nr. 13 b) AnIV auch in Infrastruktur-Projektgesellschaften investieren dürfen.

Im Folgenden skizzieren wir die wesentlichen Neuregelungen der geänderten AnIV und geben eine erste Einschätzung zu deren Auswirkungen auf versicherungsaufsichtsrechtlich regulierte Investoren. Dies betrifft sowohl diejenigen Investoren, die der AnIV direkt unterliegen (wie Pensionskassen, Sterbekassen und kleine Versicherer), als auch Investoren, für die die AnIV mittelbar über Landesrecht gilt (z. B. Versorgungswerke) oder die sich im Rahmen ihres internen Risikomanagements bzw. ORSA daran orientieren (wie einige größere Versicherer). Nachfolgend wird die durch die Änderungsverordnung angepasste Fassung der Anlageverordnung als „AnIV-neu“ bezeichnet.

I. Einführung einer Infrastrukturquote

1. Die Neuregelung

Um Infrastrukturinvestitionen zu fördern, sieht die AnIV-neu die Einführung einer eigenständigen Infrastrukturquote in Höhe von 5 % des Sicherungsvermögens vor.

Die Infrastrukturquote beinhaltet direkte und indirekte Anlagen zur Finanzierung von Infrastrukturanlagen und Infrastrukturunternehmen (§ 3 Abs. 7 Satz 1 AnIV-neu). Solche Anlagen müssen nach § 2 Abs. 1 AnIV zulässig sein und der Errichtung, dem Ausbau, der Sanierung, der Erhaltung, dem Bereitstellen, dem Halten, dem Betreiben oder dem Bewirtschaften von Infrastruktur dienen (§ 3 Abs. 7 Satz 2 AnIV-neu). Nach der Begründung des Regierungsentwurfs sind Investitionen in Eigenkapital- und in Fremdkapitalinstrumente umfasst.

Anlagen, die unter die Infrastrukturquote fallen, werden im Umfang dieser neuen Quote nicht auf die bestehenden Mischungsquoten nach § 3 Abs. 1 bis 6 AnIV angerechnet und sind damit auch nicht Teil der Risikokapitalanlagequote. Dadurch soll erreicht werden, dass Infrastrukturinvestitionen nicht mit anderen Anlagen konkurrieren und an Attraktivität gewinnen.

Nach der Begründung des Regierungsentwurfs beschränkt die Infrastrukturquote die Anlage des Sicherungsvermögens in Infrastruktur nicht auf 5 %. Vielmehr können Infrastrukturinvestitionen weiterhin entsprechend ihrer Anlageform gemäß § 2 Abs. 1 AnIV anderen Mischungsquoten zugeordnet werden. Sie müssen also nicht – auch nicht vorrangig – unter die Infrastrukturquote fallen.

2. Erste Einschätzung

a. Fehlende Definition von „Infrastruktur“/Anwendungsbereich der Quote:

Zu begrüßen ist, dass nach der AnIV-neu neben Anlagen zur Finanzierung von „*Infrastrukturanlagen*“ – ergänzend – Anlagen zur Finanzierung von „*Infrastrukturunternehmen*“ der Infrastrukturquote zugeordnet werden können (im Referententwurf des 2. Betriebsrentenstärkungsgesetzes wurden lediglich „Infrastrukturprojekte“ aufgeführt).

Dies erfüllt eine Forderung der Branche und erweitert den An-

wendungsbereich der Infrastrukturquote, da allgemein auch Investitionen in Infrastrukturunternehmen – bei denen es sich nicht um (reine) Infrastruktur-Projektgesellschaften handelt – erfasst werden.

Allerdings enthält die AnIV-neu keine Definition der Begriffe „Infrastrukturanlagen“, „Infrastrukturunternehmen“ oder „Infrastruktur“. Ein einheitliches Verständnis des Begriffs „Infrastruktur“ ist für eine rechtssichere Quoten-Zuordnung durch AnIV-Anleger aber erforderlich. Noch in der Begründung des Referententwurfs des 2. Betriebsrentenstärkungsgesetzes wurde auf „*Vermögenswerte, die als im allgemeinen öffentlichen Interesse stehend anzusehen sind*“ Bezug genommen. Dieses Merkmal wurde im Rahmen der Konsultation seitens der Verbände als unnötige Einschränkung kritisiert und ebenso wie das Definitionsmerkmal des „umfangreichen Vermögenswerts“ im Verordnungstext gestrichen. Es bleibt abzuwarten, ob eine entsprechende Definition bzw. Auslegungshinweise in das zu novellierenden BaFin-Kapitalanlagerungsschreiben aufgenommen werden. In diesem Kontext würde es sich unseres Erachtens anbieten, auf die Definition von „Infrastrukturvermögenswerten“ im Sinne der Delegierten Verordnung (EU) 2015/35 zu Solvency II („DVO“) zurückzugreifen.

Gemäß Artikel 1 Nummer 55a DVO sind „*Infrastrukturvermögenswerte Sachwerte, Strukturen oder Anlagen, Systeme und Netze, die grundlegende öffentliche Dienste erbringen oder unterstützen*“.

Diese weite Definition erfasst eine Vielzahl unterschiedlicher Infrastrukturinvestitionen und berücksichtigt die Diversität des Infrastruktursektors. Die Übernahme der Definition der (Solvency II-) DVO in die Anlageverordnung würde VAG-Anlegern – sowohl denen, die der Anlageverordnung unterliegen, als auch denen, die Solvency II unterliegen – eine einheitliche Rechtsanwendung ermöglichen. Dies ist besonders für diejenigen Versicherungsunternehmen von Relevanz, die zwar Solvency II unterliegen, im Rahmen ihres internen Risikomanagements bzw. ihrer internen Anlagerichtlinien (ORSA/Säule II) aber weiterhin die Anlagekategorien und Quoten der Anlageverordnung anwenden. Dadurch würde eine versicherungsaufsichtsrechtliche Konsistenz gewährleistet und abweichende Definitionen im Bereich Infrastruktur vermieden werden.

b. Indirekte Anlage über (Infrastruktur-)Fonds:

Die Neuregelung zur Infrastrukturquote der AnIV bezieht sich

auf „direkte und indirekte Anlagen zur Finanzierung von Infrastrukturanlagen und Infrastrukturunternehmen“, wobei solche Anlagen nach § 2 Abs. 1 AnIV zulässig sein müssen.

Im Hinblick auf die Zulässigkeit nach § 2 Abs. 1 AnIV sollte es unseres Erachtens bei indirekten Anlagen in Infrastruktur über Fonds hinsichtlich einer Erwerbbarkeit für die Infrastrukturquote genügen, dass der Fonds einer Anlagekategorie des § 2 Abs. 1 AnIV zugeordnet werden kann und deren Anforderungen entspricht.

In der Praxis qualifizieren (spezialisierte) Infrastrukturfonds – in Abhängigkeit von ihrer konkreten Strategie und Ausgestaltung – regelmäßig entweder als „Beteiligungs-AIF“ gemäß § 2 Abs. 1 Nr. 13 b) AnIV oder als „sonstige AIF“ gemäß § 2 Abs. 1 Nr. 17 AnIV oder (lediglich unter gewissen Umständen) auch als „Immobilien-AIF“ gemäß § 2 Abs. 1 Nr. 14 c) AnIV.

Die o.g. Fondskategorien sind versicherungsaufsichtsrechtlich für Zwecke der AnIV generell intransparent, d.h. es erfolgt prinzipiell keine Durchschau auf die vom Fonds gehaltenen Vermögenswerte. Da nach dem Wortlaut der AnIV-neu jedoch auch indirekte Anlagen in Infrastrukturanlagen und Infrastrukturunternehmen im Umfang von bis zu 5 Prozent des Sicherungsvermögens nicht auf die bestehenden Mischungsquoten nach § 3 Abs. 1 bis 6 AnIV angerechnet werden, sollte nach unserer Einschätzung auch bei intransparenten Fonds – ausschließlich für Zwecke einer Anrechnung der Anlage auf die neue Infrastrukturquote – grundsätzlich eine Durchschau auf die Assets zulässig sein. Im Rahmen einer solchen Durchschau könnte dann geprüft werden, ob die vom Fonds gehaltenen Vermögenswerte als Anlagen in „Infrastruktur“ im Sinne der AnIV-neu einzustufen sind und eine Zuordnung zur Infrastrukturquote erfolgen kann.

Gerade bei international investierenden Infrastrukturfonds wird eine derartige Durchschau auf die einzelnen (Infrastruktur-)Vermögenswerte seitens der AnIV-Anleger – aufgrund fehlender Verfügbarkeit oder Granularität der erforderlichen Daten/Informationen – häufig aber nicht oder nur mit unverhältnismäßigem Aufwand möglich sein.

Um die praktischen Bedürfnisse der AnIV-Anleger zu erfüllen, wäre es daher zu begrüßen, wenn es für eine Zuordnung zur Infrastrukturquote genügen würde, dass die Anlagestrategie eines versicherungsaufsichtsrechtlich intransparenten Infrastrukturfonds nur eine weit überwiegende Investition in quali-

fizierende Infrastruktur im Sinne der AnIV-neu vorsieht. Eine in geringerem Umfang – gemessen am Gesamtportfolio des jeweiligen Fonds – erfolgende Anlage in andere Vermögenswerte wäre dann unschädlich. Dies würde in Bezug auf Infrastrukturfonds, welche der Infrastrukturquote zugerechnet werden dürfen, die versicherungsaufsichtsrechtliche Einräumung einer sog. „Schmutzquote“ bedeuten. Eine solche Verfahrensweise würde nach unseren Erfahrungen der Anlagepraxis bzw. Strategie zahlreicher (internationaler) Infrastrukturfonds entsprechen und damit Investitionen von AnIV-Anlegern in Infrastrukturfonds im Rahmen der Infrastrukturquote grundsätzlich – gemäß der Intention des Gesetzgebers – fördern und vereinfachen. Auch dahingehend bleibt aber die – im Hinblick auf die erfolgte Änderung der AnIV – erwartete Überarbeitung des Kapitalanlagerundschreibens abzuwarten.

Bei Spezial-AIF nach § 2 Abs. 1 Nr. 16 AnIV (bei denen es sich um versicherungsaufsichtsrechtlich transparente Fonds handelt), die lediglich als Beimischung in Infrastruktur investieren, kann nach der Begründung des Regierungsentwurfs im Wege der Durchschau der Teil des Portfolios, der in (qualifizierende) Infrastruktur investiert ist, (separat) der Infrastrukturquote zugeordnet werden.

II. Nutzung der „Öffnungsklausel“ bei Überschreitung von Streuungsgrenzen

Im Rahmen der sog. „Öffnungsklausel“ kann das Sicherungsvermögen auch in grundsätzlich nach § 2 Abs. 1 AnIV unzulässige Anlagen oder in Anlagen, welche die jeweiligen Mischungsquoten der AnIV übersteigen, investiert werden, sofern die absoluten Anlageverbote des § 2 Abs. 4 AnIV nicht greifen.

Die AnIV-neu erweitert diese Regelung dahingehend, dass unter die Öffnungsklausel auch Anlagen fallen können, die die Streuungsgrenzen nach § 4 Absatz 1 bis 4 AnIV überschreiten. Laut der Begründung des Regierungsentwurfs schafft dies mehr Flexibilität bei der Anlage in einzelne Schuldner oder Investments und erweitert die Möglichkeiten für Anlagen mit höheren Renditen.

Von besonderer praktischer Bedeutung dürfte insoweit die – jetzt zulässige – Nutzung der Öffnungsklausel für Anlagen in geschlossene Fonds sein, welche die „1 %-Streuungsgrenze“ des § 4 Abs. 4 Satz 1 AnIV überschreiten.



Diese spezifische Streuungsgrenze sieht vor, dass Investitionen in einen (einzelnen) „Beteiligungs-AIF“ nach § 2 Abs. 1 Nr. 13 b) AnIV oder in einen (einzelnen) geschlossenen „sonstigen AIF“ nach § 2 Abs. 1 Nr. 17 AnIV insgesamt 1 % des Sicherungsvermögens des jeweiligen AnIV-Anlegers nicht übersteigen dürfen.

In der Praxis wird die „1 %-Streuungsgrenze“ – gerade bei Investitionen von „kleineren“ AnIV-Anlegern in geschlossene Fonds – häufig schnell erreicht bzw. überschritten. Dies kann in Einzelfällen einer Investition von AnIV-Anlegern entgegenstehen.

III. Infrastruktur-Projektgesellschaften als zulässige Vermögensgegenstände eines „Beteiligungs-AIF“

Bis zur aktuellen Änderung der AnIV konnten geschlossene „Beteiligungs-AIF“ zwar bereits nach der aufsichtlichen Verwaltungspraxis Beteiligungen an Infrastruktur-Projektgesellschaften erwerben. Da die Anlageverordnung selbst dies aber bisher formal nicht zuließ, sieht § 2 Abs. 1 Nr. 13 b) AnIV-neu nunmehr eine Ergänzung des Verweises auf Beteiligungen an Infrastruktur-Projektgesellschaften im Sinne des § 261 Absatz 1 Nummer 2 Kapitalanlagegesetzbuch vor. Diese Ergänzung des Verweises dient der Rechtsklarheit hinsichtlich der Qualifizierung von Infrastrukturfonds als geschlossene AIF im Sinne des § 2 Abs. 1 Nr. 13 b) AnIV und entspricht Forderungen der Praxis.

IV. Zusammenfassung und Fazit

Die erfolgten Änderungen der Anlageverordnung sind im Grundsatz zu begrüßen, da sie die Möglichkeiten von Investitionen in (illiquide) alternative Assets – primär Infrastruktur – erweitern und die Flexibilität in diesem Bereich erhöhen:

- Nach der AnIV-neu können neben Anlagen zur Finanzierung von „Infrastrukturanlagen“ – ergänzend – Anlagen zur Finanzierung von „Infrastrukturunternehmen“ der Infrastrukturquote zugeordnet werden (anders als noch im Referentenentwurf vorgesehen).
- Bei indirekten Anlagen über versicherungsaufsichtsrechtlich grundsätzlich intransparente (spezialisierte) Infrastrukturfonds sollte – ausschließlich für Zwecke einer Anrechnung auf die neue Infrastrukturquote – eine (insoweit begrenzte) Durchschau auf die Assets möglich sein. Im Rahmen einer solchen Durchschau könnte dann geprüft werden, ob die vom Fonds gehaltenen Vermögenswerte als Anlagen in „Infrastruktur“ im Sinne der AnIV-neu einzustufen sind und eine Zuordnung zur Infrastrukturquote erfolgen kann.
- Zudem würde es den praktischen Bedürfnissen von AnIV-Anlegern entgegenkommen und entsprechende Investitionen erleichtern, wenn es für eine Zuordnung zur Infrastrukturquote auch genügen würde, dass die Anlagestrategie eines versicherungsaufsichtsrechtlich generell intransparenten Infrastrukturfonds die weit überwiegende Investition in qualifizierende Infrastruktur im Sinne der AnIV-neu vorsieht. Entsprechende Klarstellungen im Kapitalanlagerundschreiben wären wünschenswert.
- Die in der AnIV-neu u.a. vorgesehene Möglichkeit der Nutzung der Öffnungsklausel bei einer Überschreitung der „1 %-Streuungsgrenze“ bietet insbesondere kleineren AnIV-Anlegern zusätzliche Flexibilität bei Investitionen in geschlossene Fonds.
- Durch die Erhöhung der Risikokapitalanlagequote von 35 % auf 40 % des Sicherungsvermögens werden die risikobehafteten Anlagemöglichkeiten erweitert.
- Von der Einführung der neuen Infrastrukturquote dürften auch landesrechtlich regulierte Versorgungswerke aus solchen Bundesländern profitieren, in denen eine Infrastrukturquote bislang nicht bestand; dies dürfte jedenfalls dann gelten, wenn die landesrechtlichen Gesetze oder die jeweiligen internen Vorgaben einen dynamischen Verweis auf die Anlageverordnung vorsehen.
- Abschließend sei darauf hingewiesen, dass der Regierungsentwurf für das Zweite Gesetz zur Finanzierung zukunftssichernder Investitionen (Zweites Zukunftsfinanzie-

rungsgesetz – ZuFinG II) von November 2024 eine Anpassung des Kapitalanlagegesetzbuchs vorsieht, um die Anlagemöglichkeiten von Immobilien-AIF in Infrastruktur und erneuerbare Energien zu erweitern. Da die in der AnIV-neu umgesetzten Änderungen diese erwarteten investimentrechtlichen Neuerungen naturgemäß noch nicht berücksichtigen konnten, bedarf es einer Abstimmung zwischen den investimentrechtlichen und den versicherungsaufsichtsrechtlichen Regelwerken, um das gesetzgeberische Ziel der Förderung von Investitionen regulierter Anleger in Infrastruktur zu erreichen. Spätestens nach der branchenweit überwiegend befürworteten Umsetzung der im ZuFinG II vorgesehenen investimentrechtlichen Änderungen dürfte daher eine weitere Anpassung der AnIV-neu sowie des BaFin-Kapitalanlagerundschreibens an die neuen Vorgaben erforderlich sein.

Ihr Ansprechpartner



Martin Hüwel
Rechtsanwalt, Partner
Frankfurt a.M.
T +49 69 27229 12953
martin.huewel@luther-lawfirm.com

Weitere Ansprechpartner des Teams Financial Services, Investment Funds & Alternative Investments



Dr. Bela Jansen
Rechtsanwalt, Steuerberater, Partner
Frankfurt a.M.
T +49 69 27229 24790
bela.jansen@luther-lawfirm.com



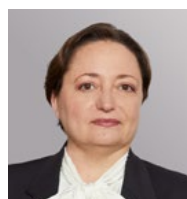
Achim Pütz
Rechtsanwalt, Partner
Frankfurt a.M.
T +49 69 27229 13176
achim.puetz@luther-lawfirm.com



Nicole Bittlingmayer
Rechtsanwältin, Partnerin
Frankfurt a.M.
T +49 69 27229 24710
nicole.bittlingmayer@luther-lawfirm.com



Henning Brockhaus
Rechtsanwalt, Partner
Frankfurt a.M.
T +49 69 27229 10602
henning.brockhaus@luther-lawfirm.com



Ofeliia Assa, LL.M., CAIA
Advokat, Orectet Din, Chartered Alternative Investments Analyst, Counsel
Frankfurt a.M.
T +49 69 27229 24670
ofeliia.assa@luther-lawfirm.com

