

19.07.2019 / Insurance Strategy & Advisory

Langfristige Aktieninvestitionen unter Solvency II

Reduzierte Solvenzkapitalanforderung für langfristige Anlagen in börsennotierten und nicht-börsennotierten Aktien von 22%

Die delegierte Verordnung der Europäischen Kommission vom 8.3.2019 hat die Solvency-II-Richtlinie in verschiedenen Bereichen geändert und ergänzt. Aus Sicht der Kapitalanlage wurde dabei insbesondere das Aktienrisikomodul um eine neue Form der Aktienanlage erweitert: Langfristige Aktieninvestitionen.

Das Konzept der langfristigen Aktieninvestitionen ergänzt die 1-Jahres-Value-at-Risk-(VaR)-Sicht, welche der gesamten Solvency-II-Verordnung zugrunde liegt, um einen längerfristigen Anlagehorizont. Anlagen in börsennotierte und nicht-börsennotierte Aktien, die der Definition für langfristige Aktieninvestitionen entsprechen, unterliegen dabei einer deutlich reduzierten Kapitalanforderung von 22% gegenüber 39% bei Typ-1-Aktien bzw. 49% bei Typ-2-Aktien. Darüber hinaus unterliegen qualifizierte langfristige Aktieninvestitionen keiner symmetrischen Anpassung und werden damit wie strategische Beteiligungen behandelt.

Das Konzept langfristiger Aktieninvestitionen und ihre Risikokalibrierung basiert auf der Arbeit des Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (CEIOPS) für das Untermodul des durationsbasierten Aktienrisikos. Tatsächlich kann das Konzept als eine Überarbeitung dieses Submoduls angesehen werden,

allerdings mit weniger restriktiven Anforderungen. Insbesondere Versicherungen, die bereits über ein starkes Asset-Liability-Matching-Regime verfügen, sollten ohne größeren Mehraufwand von der reduzierten Kapitalanforderung für die langfristige Aktieninvestitionen profitieren können. Dazu gehören beispielsweise Lebensversicherer aus Großbritannien oder Spanien, die bereits die Matching-Anpassung nutzen. Darüber hinaus weisen Versicherungsunternehmen in Frankreich und Dänemark eine vorteilhafte Verbindlichkeitsstruktur auf, die ein einfacheres Asset-Liability-Matching ermöglicht. Angesichts der deutlich niedrigeren Kapitalanforderung, könnten aber auch andere Versicherer über eine entsprechende Strukturierung ihrer Kapitalanlagen und Verbindlichkeiten nachdenken. Dies gilt insbesondere für Versicherer, die über bedeutende Aktienportfolios verfügen, so z.B. skandinavische Versicherer. Langfristige Aktieninvestitionen könnten zudem auch für Run-Off-Portfolien und -Plattformen interessant sein, die von Natur aus segregierte Portfolien darstellen. In dieser Publikation gehen wir auf die einzelnen Anforderungen ein, die qualifizierte langfristige Aktieninvestitionen erfüllen müssen.

ÜBERBLICK: SOLVENZKAPITALANFORDERUNG FÜR AKTIENINVESTITIONEN

| | Stress (in %) | Symmetrische Anpassung (SA) |
|---|---------------|-----------------------------|
| Typ-1-Aktien (notiert in EWR /OECD) | 39% | 100%*SA |
| Typ-2-Aktien (notiert außerhalb EWR/OECD) | 49% | 100%*SA |
| Qualifizierte Infrastruktur | 30% | 77%*SA |
| Qualifizierte Infrastrukturunternehmen | 36% | 92%*SA |
| Strategische Beteiligungen | 22% | - |
| Langfristige Aktieninvestitionen (notiert oder nicht notiert) | 22% | - |
| Qualifizierte nicht notierte Aktienportfolios | 39% | 100%*SA |
| Nicht notierte Aktien (nicht qualifiziert) | 49% | 100%*SA |

Quelle: Europäische Kommission, DWS International GmbH. Stand: Juni 2019



Marlon Rockenfeller
Head of Insurance Strategy & Advisory
EMEA & APAC



Thomas Gillmann
Insurance Strategy & Advisory
EMEA & APAC

Anforderungen an langfristige Aktieninvestitionen i.S.d. Art. 171a der Solvency-II-Richtlinie

Sitz im Europäischen Währungsraum (EWR)

Die geringere Kapitalanforderung für langfristige Aktieninvestitionen soll vor allem den europäischen Aktienmarkt stärken. Daher kommen nur Aktien, die im EWR notiert sind oder nicht-notierte Aktien von Unternehmen mit Sitz im EWR als langfristige Aktieninvestitionen in Betracht. Der EWR umfasst alle EU-Länder sowie Norwegen, Island und Liechtenstein. Die Einschränkung auf EWR-Länder steht nicht im Einklang mit ähnlichen Bestimmungen der Solvency-II-Richtlinie, die sich typischerweise auf OECD-Länder beziehen. Dies ist beispielsweise bei qualifizierten Infrastrukturinvestitionen der Fall. Wie in Abbildung 1 dargestellt, kann die Beschränkung auf die EWR-Länder das Anlageuniversum erheblich einschränken, was zu einem Verlust an Diversifikation führen kann. Die meisten Versicherer haben jedoch einen „Home-Bias“ bei ihrer Kapitalanlage. Daher machen Investitionen in Unternehmen mit Sitz im EWR in der Regel ohnehin einen großen Teil des Aktienportfolios europäischer Versicherer aus. Es ist wichtig zu beachten, dass die Beschränkung auf EWR-Länder auch in den Richtlinien für Anlagemandate mit Vermögensverwaltern definiert ist.

ABBILDUNG 1. MARKTKAPITALISIERUNG VON GELISTETEN UNTERNEHMEN EWR VS. OECD (IN BILLIONEN USD)



Quelle: World Bank / World Federation of Exchanges, MSCI Inc. Stand: 31 Dez 2018

Identifikation des Aktienportfolios und der Haltedauer der einzelnen Titel

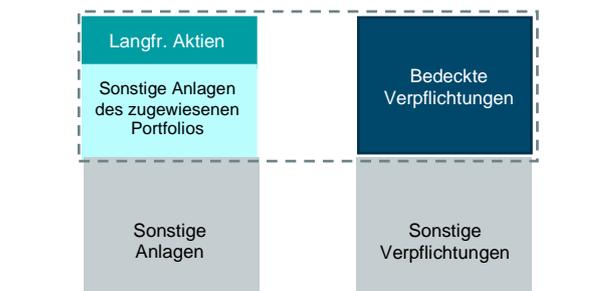
Das langfristige Aktienportfolio und die Haltedauer jedes einzelnen Titels innerhalb des Portfolios müssen genau bestimmt sein. Diese Anforderung sollte für die meisten Versicherer kein Problem darstellen, erfordert aber eine enge Zusammenarbeit mit externen Vermögensverwaltern, um regelmäßig Informationen über die Haltedauer der einzelnen Portfoliopositionen zu erhalten. Die Haltedauer eines Wertpapiers sollte jedoch in den meisten Portfolioberichtssystemen zum Standard gehören.

Asset-Liability-Matching

Eine der anspruchsvolleren Anforderungen ist, dass das langfristige Aktieninvestment Teil eines (diversifizierten) Portfolios (im Folgenden „zugewiesenes Portfolio“ genannt) sein muss, das zur Deckung des besten Schätzwertes klar identifizierter Versicherungsverpflichtungen zugeordnet ist. Darüber hinaus muss diese Zuordnung über die gesamte

Laufzeit der Verpflichtungen beibehalten werden. In dieser Hinsicht ähnelt ein qualifiziertes langfristiges Aktienportfolio dem Matching-Portfolio im Rahmen der Matching-Anpassung. Daher sollten Versicherer, die bereits die Matching-Anpassung nutzen, auch über die für langfristige Aktieninvestitionen benötigte Asset-Liability-Matching-Infrastruktur verfügen. Dies sind vor allem Lebensversicherer in Großbritannien oder Spanien. Versicherer aus Frankreich oder Dänemark verfügen häufig über eine Verbindlichkeitsstruktur, die ein einfacheres Asset-Liability-Matching ermöglicht. Im traditionellen Versicherungsgeschäft werden die Verbindlichkeiten jedoch in der Regel durch einen Deckungsstock an Kapitalanlagen bedeckt, wobei keine Zuweisung einzelner Anlagen zu einzelnen Verbindlichkeiten stattfindet. Hier wird es schwieriger sein, ein formales Asset-Liability-Matching zu erreichen, auch wenn die deutlich niedrigere Kapitalanforderung einen solchen Aufwand rechtfertigen könnte.

ABBILDUNG 2. ASSET-LIABILITY-MATCHING



Quelle: DWS International GmbH. Stand: Juni 2019

Abgrenzung des zugewiesenen Portfolios und der bedeckten Verpflichtungen

Die zuvor genannte Asset-Liability-Matching-Anforderung muss auch zu einer formalen Abgrenzung des zugewiesenen Portfolios und der bedeckten Versicherungsverpflichtungen führen. Dies bedeutet, dass das zugewiesene Portfolio und die entsprechenden Verbindlichkeiten getrennt von den anderen Tätigkeiten des Versicherungsunternehmens

_bestimmt,
_verwaltet und
_organisiert

werden müssen. Darüber hinaus darf das zugewiesene Portfolio nicht zur Deckung von Verlusten aus anderen Tätigkeiten des Versicherungsunternehmens verwendet werden. In ihrem ursprünglichen Vorschlag forderte die Europäische Kommission, dass ein „Ring-Fencing“ des Portfolios und der zugewiesenen Verbindlichkeiten ohne die Möglichkeit eines Vermögenstransfers gegeben sein muss. Dies wurde von vielen Versicherern kritisiert, da ein „Ring-

Fencing“ zu einer Modifizierung der Gläubigerhierarchie der Versicherungsnehmer sowie zu Diversifikationsverlusten und höheren Verwaltungskosten führen könnte.

Die „Ring-Fencing“-Bedingung war auch eine der Gründe dafür, dass die meisten EU-Mitgliedstaaten das durationsbasierte Aktienrisikomodul nicht in nationales Recht umgesetzt haben.

Die nun geforderte Abgrenzung von Vermögenswerten und entsprechenden Verbindlichkeiten ist weniger restriktiv und kann ohne rechtliche Trennung, beispielsweise über eine Zweckgesellschaft, erfolgen. Die genauen Prozesse zur getrennten Bestimmung, Organisation und Verwaltung des zugewiesenen Portfolios und der entsprechenden Verbindlichkeiten werden nicht definiert, sodass diese je nach Versicherungsunternehmen unterschiedlich umgesetzt werden können. Dasselbe ist bei der Anwendung der Matching-Anpassung der Fall. Daher hat die britische Versicherungsaufsichtsbehörde Prudential Regulation Authority (PRA) für Versicherer aus Großbritannien bestimmte Mindestanforderungen für die Trennung dieser Portfolios festgelegt. Für ein Matching-Portfolio muss ein Versicherungsunternehmen demnach nachweisen, dass getrennte Prozesse für Folgendes eingerichtet wurden:

- _Buchhaltungssysteme;
- _Anlagepolitik und Mandate;
- _Prozesse und Kontrollen, einschließlich Kontrollen, um sicherzustellen, dass die Vermögenswerte innerhalb des Portfolios nicht zur Deckung von Verlusten anderer Tätigkeiten verwendet werden;
- _Governance; und
- _Managementinformationen.

Das Matching-Portfolio kann jedoch gemeinsam mit anderen Portfolios verwaltet werden, sofern Systeme und Kontrollen in ausreichender Granularität vorhanden sind, um sicherzustellen, dass das Portfolio getrennt bestimmt, verwaltet und organisiert wird.

Run-Off-Portfolios – Ein interessanter Anwendungsbereich

Die Verwaltung von Abwicklungsbeständen wird in der Regel strikt von anderen Tätigkeiten einer Versicherung getrennt. Diese Trennung erfolgt zumeist durch eine Auslagerung der betroffenen Bücher und entsprechenden Anlagen. Aus diesem Grund sind Run-Off-Portfolios von Natur aus prädestiniert für langfristige Aktieninvestitionen. Insbesondere auch, da zumeist die (kapital-)effiziente Verwaltung dieser Portfolios im Vordergrund steht und Aktienanlagen zudem bei der Erwirtschaftung hoher Altgarantien helfen können.

Bedeckte Verbindlichkeiten bilden nur eine Teilmenge der gesamten Verbindlichkeiten

Die versicherungstechnischen Rückstellungen, die durch das zugewiesene Portfolio abgedeckt sind, dürfen nur einen Teil der gesamten Rückstellungen des Versicherers ausmachen. Die Europäische Kommission hat hier jedoch (noch) keinen maximalen Anteil definiert.

Durchschnittliche Haltedauer von mind. 5 Jahren

Eine quantitative Anforderung ist, dass die durchschnittliche Haltedauer der langfristigen Aktieninvestitionen mindestens 5 Jahre betragen muss. Das bedeutet jedoch nicht, dass ein Versicherer bereits seit 5 Jahren investiert sein muss, um in den Genuss der geringeren Kapitalanforderung zu kommen. Die geringere Kapitalanforderung kann bereits ab dem ersten Tag der Anlage in Anspruch genommen werden. Allerdings darf der Versicherer keine Aktien verkaufen, bis die durchschnittliche Haltedauer 5 Jahre übersteigt. Nach unserer Einschätzung wäre ein vorzeitiger Verkauf zum Zwecke des Risikomanagements (z.B. wenn ein Unternehmen in die Insolvenz läuft) grundsätzlich zulässig.

Gemäß der Europäischen Kommission ist eine Mindestheldauer von 5 Jahren mit dem Modell der Kitchin-Konjunkturzyklen vereinbar. Zudem hat eine Auswertung von Solvency-II-Reportings ergeben, dass die durchschnittliche Haltedauer von Aktien europäischer Versicherer bei ca. 4,5 Jahren liegt. Eine durchschnittliche Haltedauer von 5 Jahren bedeutet auch, dass die bedeckten Verbindlichkeiten eine Laufzeit von mindestens 5 Jahren haben müssen. Daher sind langfristige Aktieninvestitionen für Lebens- und Krankenversicherer relevanter als für Sachversicherer mit eher kurzfristigen Verbindlichkeiten. Zuvor hatte die Europäische Kommission eine Mindestheldauer von 12 Jahren vorgeschlagen, die jedoch als zu restriktiv und nicht mit der Definition einer langfristigen Investition der meisten Versicherer vereinbar kritisiert wurde. Selbst Private-Equity-Investitionen, die aufgrund ihrer Illiquidität am besten für langfristige Investitionen geeignet sind, werden häufig nicht länger als 10 Jahre gehalten.

Fähigkeit, das Portfolio für 10 Jahre zu halten

Neben der Anforderung, eine langfristige Aktieninvestition für mindestens 5 Jahre zu halten, muss ein Versicherungsunternehmen seine Fähigkeit nachweisen, die Aktien auch unter gestressten Bedingungen mindestens 10 Jahre lang halten zu können. Dies bedeutet, dass die Solvabilitäts- und Liquiditätslage sowie das Asset-Liability-Management des Versicherers so gestaltet sein müssen, dass Zwangsveräußerungen für die nächsten 10 Jahre vermieden werden können. In ihrem ersten Entwurf hatte

die Europäische Kommission einen Zeitraum von 12 Jahren vorgeschlagen.

In der Delegiertenverordnung wird jedoch nicht näher beschrieben, wie ein Versicherungsunternehmen seine ausreichende Solvenz- und Liquiditätslage nachweisen muss. Dies kann zu einem gewissen Ermessensspielraum der nationalen Aufsichtsbehörden führen, was auch von einigen Marktteilnehmern kritisiert wurde. So schlägt beispielsweise eine niederländisch-französische Arbeitsgruppe (darunter das niederländische Finanzministerium, das französische Finanzministerium, PWC France und andere) vor, einen Liquiditätstest mit klar definierten Szenarien und Schocks zu definieren. Sie schlagen vor, eine 5-jährige Liquiditätsprognose auf Basis von Stressszenarien durchzuführen. Die Stressszenarien sollen sich dabei an den zur Berechnung der Solvenzkapitalanforderung verwendeten Schocks orientieren, jedoch auf einer deterministischen Basis und unter dem Grundsatz der Unternehmensfortführung. Genauer gesagt, schlägt die Gruppe folgende Schocks im Rahmen der Solvency-II-Standardformel vor:

_50% Schock für alle versicherungstechnischen Risikomodule

_50% Schock für Marktrisikomodule ohne das Aktienrisikomodule

_100% Schock für das Aktienrisikomodule unter der Annahme, dass keine Anlage als langfristige Aktieninvestition klassifiziert wurde.

Aktienanlagen wären nur dann für die langfristige Anlage qualifiziert, wenn unter diesen gestressten Bedingungen und für jedes Jahr der Projektion die Cashflows der Vermögenswerte die Cashflows der Verbindlichkeiten decken. Der 5-Jahres-Horizont wurde im Einklang mit den besten Praktiken rund um die Geschäftsplanung und die ORSA-Prognosen definiert.

Langfristiger Charakter muss sich in allen relevanten Richtlinien widerspiegeln

Der langfristige Charakter des Aktienportfolios muss zudem in allen relevanten Richtlinien verankert werden. Dies bedeutet, dass alle Richtlinien für das Risikomanagement, das Aktiv-Passiv-Management und die Anlagepolitik die

Absicht widerspiegeln müssen, die Aktien für mindestens 5 Jahre zu halten sowie die Fähigkeit, das Portfolio für mindestens 10 Jahre ohne Zwangsverkäufe zu halten. Es ist wichtig, dass auch die Anlagerichtlinien der relevanten Aktienmandate mit Drittverwaltern entsprechend ausgestaltet sind.

Was ist mit Fondsanlagen?

Für Fondsinvestitionen besteht grundsätzlich ein „Look-Through“-Ansatz, d.h. alle genannten Anforderungen (z.B. Mindesthaltedauer von 5 Jahren) müssen auf der Ebene der im Fonds gehaltenen Basiswerte beurteilt werden. Gemäß Art. 171a Abs. 2 gibt es jedoch folgende Ausnahmen, bei denen die Kriterien auch auf Ebene des Fonds beurteilt werden können:

- _ Qualifizierte Fonds für soziales Unternehmertum
- _ Qualifizierte Risikokapitalfonds
- _ Geschlossene, nicht hebelfinanzierte alternative EU-Investmentfonds (EU-AIF)
- _ European Long-term Investment Funds (ELTIFs)

Zusammenfassung

Die geringere Kapitalanforderung für langfristige Aktieninvestitionen sollte eine tieferegehende Analyse entsprechender Anlagen rechtfertigen. Da (Lebens-) Versicherer naturgemäß langfristiger investieren, sollte die Klassifizierung ihrer Aktienanlagen – insbesondere Private-Equity-Anlagen und Buy-and-hold-Aktienportfolios – als langfristige Investitionen grundsätzlich kein Problem darstellen, sofern alle Anforderungen hierfür erfüllt werden. A priori scheint dies in Ländern wie Großbritannien oder Frankreich der Fall zu sein. Aber auch Versicherer in anderen Ländern können durch eine entsprechende Strukturierung ihrer Anlagen und Verbindlichkeiten in den Genuss der reduzierten Kapitalanforderung kommen. Vor allem sind langfristige Aktieninvestitionen auch als Beimischung zur Kapitalanlage für Run-Off-Portfolios interessant.

Für weitere Informationen kontaktieren Sie bitte:

Marlon Rockenfeller

Head of Insurance Strategy & Advisory, EMEA & APAC

E-Mail: marlon.rockenfeller@dws.com

Tel: +49 (69) 910-48725

Thomas Gillmann

Insurance Strategy & Advisory, EMEA & APAC

E-Mail: thomas.gillmann@dws.com

Tel: +49 (69) 910-36311

Diese Werbemitteilung ist nur für professionelle Kunden bestimmt.

Wichtige Hinweise

DWS ist der Markenname unter dem die DWS Group GmbH & Co. KGaA und ihre Tochtergesellschaften ihre Geschäfte betreiben. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der DWS anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung der DWS International GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen genügen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung solcher Empfehlungen. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Dokuments in den USA sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder an in den USA ansässige Personen sind untersagt.

DWS International GmbH 2018 Stand: 19. Juli 2019

CRS: 069255