



DAV

DEUTSCHE  
AKTUARVEREINIGUNG e.V.

Ergebnisbericht des Ausschusses Investment

## **Praktischer Einsatz von Alternative Fixed Income und Equity**

### **Teil 2 – Private Equity**

Köln, 1. September 2023

## **Präambel**

Der Ausschuss Investment der Deutschen Aktuarvereinigung e. V. hat den vorliegenden Ergebnisbericht erstellt.<sup>1</sup>

## **Zusammenfassung**

Der Ergebnisbericht behandelt den praktischen Einsatz von Alternative Fixed Income und Equity und betrifft Aktuare in der Kapitalanlagesteuerung, im Risikomanagement oder in der Versicherungsmathematischen Funktion.

Im zweiten Teil werden am Beispiel von Private Equity die Einsatzmöglichkeiten in der Kapitalanlage von Versicherungsunternehmen, die am Kapitalmarkt üblichen Investitionsformen, die Ertrags- und Risikoprofile sowie Investment-, Risikomanagement- und Monitoringprozesse beleuchtet.

Der Ergebnisbericht ist an die Mitglieder und Gremien der DAV zur Information über den Stand der Diskussion und die erzielten Erkenntnisse gerichtet und stellt keine berufsständisch legitimierte Position der DAV dar.<sup>2</sup>

## **Verabschiedung**

Der Ergebnisbericht ist durch den Ausschuss Investment am 1. September 2023 verabschiedet worden.

---

<sup>1</sup> Der Ausschuss dankt der Arbeitsgruppe Praktischer Einsatz von Alternative Fixed Income und Equity ausdrücklich für die geleistete Arbeit, namentlich Daniel Frey, Dr. Holger Hebben, Kim Rix, Johan Schloen, Dr. Markus Schmidt, Dr. Thomas Töpfer (Leitung) sowie Patrick Basner, Carsten Fischer als Gästen.

<sup>2</sup> Die sachgemäße Anwendung des Ergebnisberichts erfordert aktuarielle Fachkenntnisse. Dieser Ergebnisbericht stellt deshalb keinen Ersatz für entsprechende professionelle aktuarielle Dienstleistungen dar. Aktuarielle Entscheidungen mit Auswirkungen auf persönliche Vorsorge und Absicherung, Kapitalanlage oder geschäftliche Aktivitäten sollten ausschließlich auf Basis der Beurteilung durch eine(n) qualifizierte(n) Aktuar DAV/Aktuarin DAV getroffen werden.

# Inhaltsverzeichnis

<b>1. Einleitung .....</b>	<b>4</b>
<b>2. Assetklasse Private Equity.....</b>	<b>6</b>
2.1. <i>Private Equity als Anlageform.....</i>	6
2.2. <i>Instrumente und Struktur.....</i>	12
2.3. <i>Funktion für (Versicherungs-)Investoren.....</i>	15
2.4. <i>Bewertungsaspekte .....</i>	16
2.4.1. Grundansatz der Bewertung / Erläuterungen zur Herleitung der Basis (Unternehmenswert) .....	16
2.4.2. Bewertung von Private Equity gemäß Solvency II.....	18
2.4.3. Bewertungsmethoden.....	20
2.4.3.1 Bewertung mit Multiplikatoren (Marktansatz) .....	20
2.4.3.2 Discounted Cashflow- (DCF) / Ertragswertverfahren (EWV) ...	21
2.4.3.3 Wiederbeschaffungskosten-Ansatz (Net Asset Value) .....	22
2.4.4. Vergleich der Bewertungsmethoden.....	23
2.5. <i>Risikoprofil.....</i>	24
2.5.1. Marktrisiko .....	24
2.5.2. Ausfallrisiken .....	25
2.5.3. Operationelle Risiken.....	26
2.5.4. Sonstige Risiken .....	26
2.6. <i>Risikomanagement und regulatorische Behandlung.....</i>	26
2.6.1. Quantitative Aspekte gemäß Säule 1 von Solvency II: Risikomessung und - Steuerung .....	26
2.6.2. Prudent Person Principle (PPP): Anlageziele Sicherheit, Rentabilität und Liquidität des Anlageportfolios.....	29
2.6.3. Solvency II aus Sicht des Versicherungsunternehmens .....	29
2.7. <i>Investmentprozesse .....</i>	31

## 1. Einleitung

Der Auftrag der DAV-Arbeitsgruppe bestand in der Analyse der praktischen Einsatzmöglichkeiten von Alternative Fixed Income und Equity in der Kapitalanlage von Versicherungsunternehmen mit dem Ziel, eine praktische Hilfestellung für den Einsatz dieser alternativen Investments im Versicherungskontext zu geben. Hintergrund war das angesichts der langanhaltenden Niedrigzinsphase gestiegene Interesse der Versicherer an illiquiden Investments.

Im ersten Ergebnisbericht<sup>3</sup> wurden Infrastructure Debt / Equity sowie Real-Estate-Großfinanzierungen untersucht. Seit der Veröffentlichung haben sich allerdings die globalen wirtschaftlichen und politischen Rahmenbedingungen wesentlich verändert: mit dem Abklingen der Corona-Pandemie, dem Krieg Russlands gegen die Ukraine, der geopolitischen Neuorientierung, der deutlich gestiegenen Inflation und den Zinserhöhungen der Zentralbanken haben sich auch die Perspektiven an den Kapitalmärkten für liquide und illiquide Investments verschoben und stellen institutionelle Investoren vor neue Herausforderungen.

Im zweiten Teil des Ergebnisberichts wird die Assetklasse Private Equity (PE) untersucht, die in den letzten Jahren erheblich an Bedeutung gewonnen hat. In der aktuellen Marktentwicklung stellt sich auch die Frage nach der zukünftigen Einschätzung der Assetklasse. Daher wollen wir in diesem Bericht die Grundlagen für solche Investments aus der Versicherungsperspektive beleuchten – von der Marktsicht über Bewertung und Risikomanagement bis zu prozessualen Aspekten.

Nach dem erheblichen Wachstum des PE-Marktes seit etwa 2015 – parallel zum „search for yield“ institutioneller Investoren – waren nach einem COVID-bedingten Rückgang in 2020 wieder Erholungstendenzen im Folgejahr zu beobachten. Inzwischen ist der Post-COVID-Schub an Fundraising-Aktivitäten zu Ende, und die makroökonomischen und geopolitischen Unsicherheiten, insbesondere Inflation und steigende Zinsen, bedeuten für den PE-Markt zunächst einen kurzfristigen Dämpfer. Die Aussichten für 2023 und darüber hinaus werden von Marktteilnehmern in Europa als gemischt bis positiv eingeschätzt<sup>4</sup>.

Am Markt bestehen weiterhin Trends wie bspw. die digitale Transformation, die durch ihren Finanzierungsbedarf die Wettbewerbsdynamik beleben. Allerdings ist nicht absehbar, inwieweit die globalen Marktentwicklungen in den nächsten Jahren auch längerfristig den PE-Markt beeinflussen: einerseits auf der Bewertungsseite, wenn die Cashflows der PE-Investments oder auch Geschäftsmodelle durch Inflation und geänderte Produktionsbedingungen (Lieferketten, ESG-Fragen, politische Einflüsse) anzupassen sind und höhere Zinsen sowohl die Finanzierungskosten erhöhen als auch die Diskontierung zukünftiger Gewinne verschärfen, andererseits

---

<sup>3</sup> Praktischer Einsatz von Alternative Fixed Income und Equity, Ergebnisbericht des DAV-Ausschusses Investment, Köln, 01.07.2020

<sup>4</sup> Siehe bspw. Private Equity Trend Report – Europe, PWC, 2023

auf der Nachfrageseite zumindest für institutionelle Investoren, wenn sich die Angebotssituation durch liquide Bondmärkte mit attraktiveren Zinsniveaus verändert und damit die Kapitalkosten für Eigenkapital-Investments steigen.

Insoweit wird sich die PE-Branche weiterhin den Veränderungen des makroökonomischen Umfelds zu stellen haben, derzeit insbesondere mit Blick auf die Entwicklung von darstellbaren PE-Renditen im Vergleich zu den Renditeerwartungen der Investoren. Die DACH-Region ist vom jüngsten Abschwung bei den PE-Aktivitäten in Europa stärker betroffen, da Deutschland in erheblichem Maß von russischen Gaslieferungen abhängig war und die Nachfrage aufgrund der deutlich gestiegenen Energiepreise und der dadurch entstandenen Unsicherheiten unter Druck geraten ist. Andererseits haben die Zielunternehmen von PE-Firmen in der Vergangenheit eine starke Widerstands- und Anpassungsfähigkeit in Bezug auf externe Einflüsse bewiesen.

Daher wird sich auch für Versicherungsinvestoren die Frage stellen, welche Rolle PE-Investments zukünftig im Anlageportfolio spielen können.

## 2. Assetklasse Private Equity

### 2.1. Private Equity als Anlageform

Am Kapitalmarkt werden öffentliche Märkte (z.B. Börsen) und nicht-öffentliche Märkte für die Finanzierung von Unternehmen und Projekten unterschieden. Hierbei rückten nicht-öffentliche Märkte in den vergangenen Jahrzehnten zunehmend in den Blickpunkt der Investoren. Die Attraktivität der nicht-öffentlichen Märkte beruht auf den erzielbaren Risiko- und insbesondere Illiquiditätsprämien; diese boten in dem langanhaltenden Niedrigzinsumfeld der vergangenen Jahre einen attraktiven Renditeaufschlag gegenüber klassischen Staats- und Unternehmensanleihen.

Der nicht-öffentliche oder private Markt kann weiter in Eigen- und Fremdkapitalinvestitionen unterteilt werden. Dieser Ergebnisbericht konzentriert sich auf den Private Equity-Markt, also Eigenkapitalfinanzierungen. Wie sich dieses Segment in den Kapitalmarkt einordnet, ist in der folgenden Grafik beispielhaft und vereinfacht dargestellt.

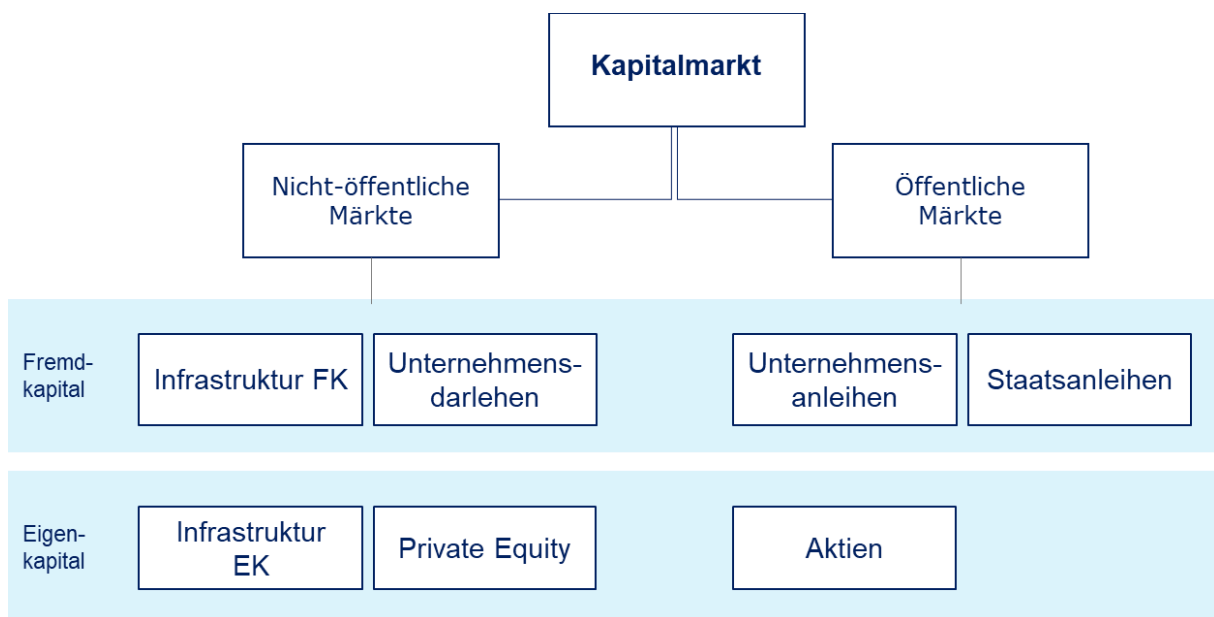


Abbildung 1. Einordnung von Private Equity im Kapitalmarkt (Quelle: Eigene Darstellung)

Als Private Equity (PE) bezeichnet man private oder außerbörsliche Eigenkapitalbeteiligungen an Unternehmen, die nicht auf öffentlichen Märkten notiert sind. Von spezialisierten Private-Equity-Gesellschaften werden Investorengelder eingesammelt und als gestaffelte Kapitalströme (im Rahmen sog. Capital Calls) je nach Investitionsmöglichkeiten sukzessive in Beteiligungsfirmen investiert. Es ist keine feste Zinszahlung vorgesehen, sondern der Eigentümer ist am Gewinn und Verlust der Zielunternehmen beteiligt. Das Interesse der Investoren an solchen Investments besteht darin, über einen ca. 7- bis 14-jährigen Zeithorizont an einem deutlichen Wertzuwachs und attraktiven Renditen (im Sinne einer Internal Rate of Return (IRR), die über der Gesamrendite liquider Aktien liegt) zu profitieren.

Zu den typischen Investoren in PE zählen Family Offices und Stiftungen, institutionelle Investoren (Pensionskassen, Pensionsfonds, Versicherungen, Versorgungswerke) sowie Banken, Dachfonds-Gesellschaften oder Managed-Accounts-Anbieter (für Dritte).

Üblicherweise werden PE-Investments nicht anhand der Branchenzugehörigkeit der Zielunternehmen unterschieden, sondern über die spezifische Anlagestrategie, die sich an den Investitionsphasen der PE-Zielunternehmen ausrichtet. Diese Investitionsphasen der Zielunternehmen unterscheiden sich deutlich anhand von Risiko- und Rendite-Aspekten, Finanzierungsmöglichkeiten und Management-Anforderungen. Investitionen können direkt oder über PE-Gesellschaften (z.B. Fonds oder Dachfonds), Managed Accounts, Co-Investments oder Secondaries erfolgen.

Im Laufe der Zeit sind Sekundärmärkte für PE-Investments entstanden, die als „Secondaries“ bezeichnet werden, sowohl für PE-Zielunternehmen als auch für Investitionsvehikel wie Fonds.

Die folgende Grafik zeigt die typische Basisstruktur der Zahlungsströme. Versicherungsunternehmen treten dabei üblicherweise als Investor/Limited Partner auf und stellen den Großteil des abzurufenden Investitionskapitals zur Verfügung. Der General Partner ist typischerweise auch mit eigenen Mitteln investiert (Minderheitsbeteiligung), die ein gewisses „alignment of interest“ zwischen den Partnern herstellen, und ist operativ für die Investitionsentscheidungen verantwortlich.

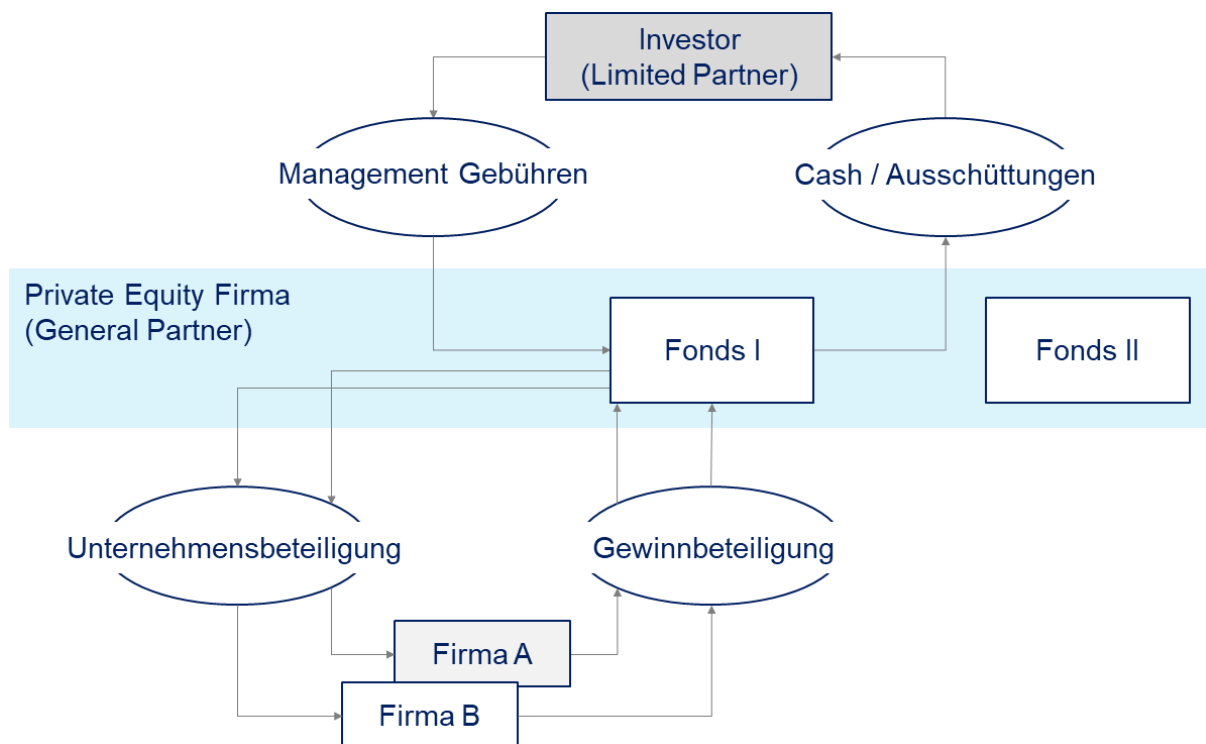


Abbildung 2. Struktur eines PE-Investments (Quelle: Eigene Darstellung)

Die nachfolgende Abbildung zeigt eine Übersicht über die Finanzierungsphasen der Zielunternehmen:

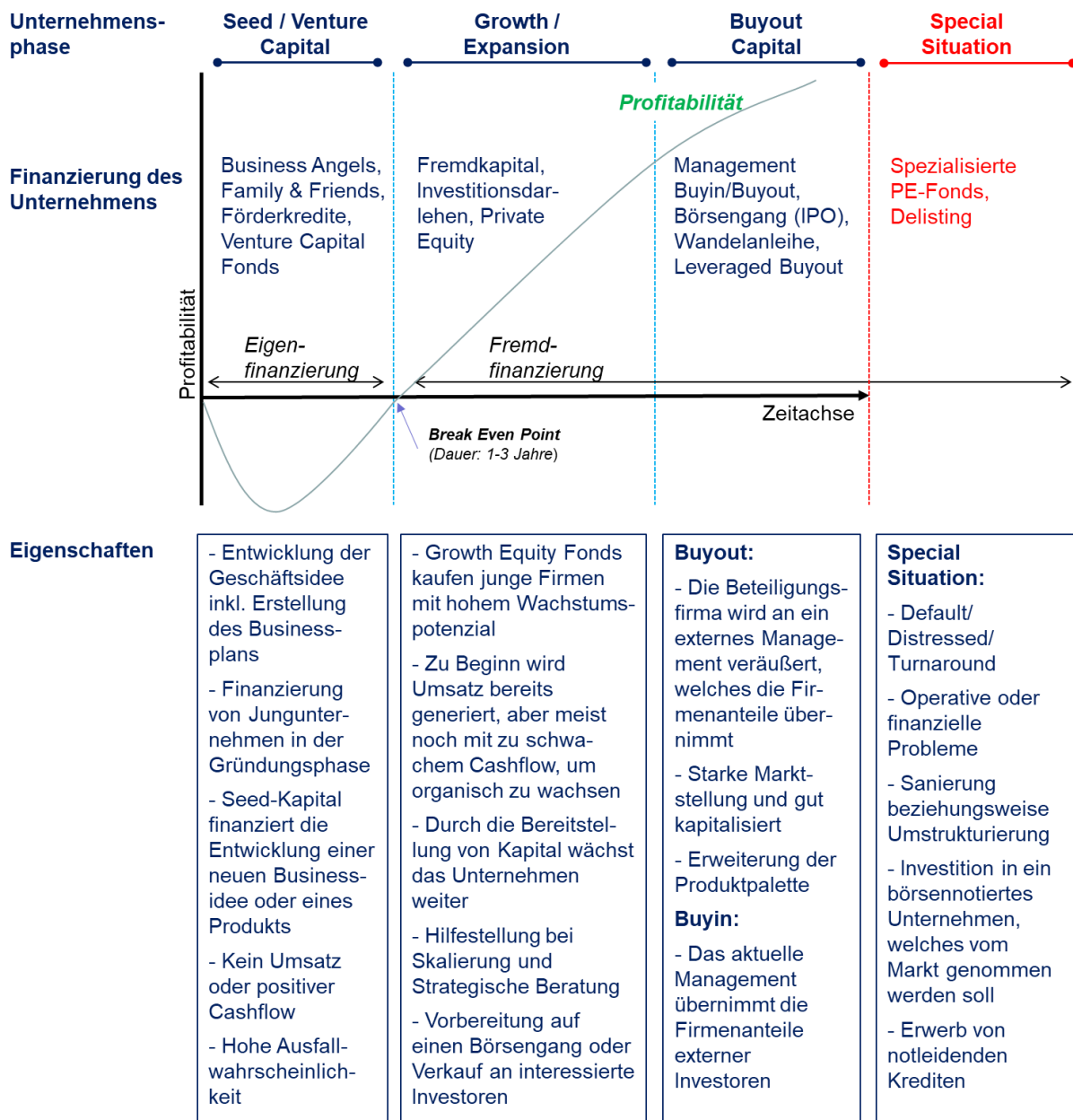


Abbildung 3. Finanzierungszyklen von PE-Unternehmen (Quelle: Eigene Darstellung)

Aufgrund der aktiven Mitgestaltung des Managements der PE-Beteiligungsgesellschaft nicht nur bei der Auswahl der Zielunternehmen, sondern insbesondere durch die aktive Unterstützung bei deren strategischer Ausrichtung, durch intensive Betreuung und eine Steigerung der operativen Effizienz erreicht eine PE-Gesellschaft den hohen organischen Wertzuwachs und somit ein größeres Renditepotential im Vergleich zu börsennotierten Unternehmen in öffentlichen Märkten. Neben dem Renditepotential ist auch die geringe Korrelation zu anderen Assetklassen für viele Investoren attraktiv. Dabei muss sich ein Investor der



Illiquidität und der geringen Transparenz bewusst sein, nimmt diese oft aber gern in Kauf.

Venture Capital stellt eine Strategie im PE-Universum dar, die sich auf Unternehmensfinanzierungen in der Gründungsphase konzentriert, hat aber inzwischen in der öffentlichen Wahrnehmung und angesichts der politischen Aktivitäten (bspw. zur Stärkung von Start-up-Ökosystemen) den Status einer eigenen Assetklasse erreicht.

Der Vollständigkeit halber seien hier noch Mezzanine-Finanzierungen erwähnt. Dabei handelt es sich um Mischformen zwischen Eigen- und Fremdkapitalfinanzierungen. Die Strukturierung und Ausstattung kann individuell und sehr flexibel gestaltet sein im Hinblick auf Laufzeiten, Fälligkeiten, Vergütung (im Sinne einer laufenden Verzinsung und einer erfolgsabhängigen Komponente), Wandlungs- oder Genussrechte, allerdings ohne Stimmrechte oder unternehmerische Einflussnahme. In der rechtlichen Ausgestaltung ist Mezzanine-Kapital nachrangig gegenüber Fremdkapital und vorrangig gegenüber Eigenkapital. Je nach Vertragsgestaltung ist es somit eigenkapital- oder fremdkapitalähnlich, aber angesichts der Variabilität der Finanzierungsformen werden diese Instrumente im Rahmen des Ergebnisberichts nicht weiter vertieft.

Der globale PE-Markt ist in den letzten Jahren deutlich gewachsen und hat bis 2021 mit einem verwalteten Vermögen von ca. 7.000 Mrd USD<sup>5</sup> (ohne Venture Capital) ein Volumen erreicht, das etwa doppelt so groß ist wie der Markt an Immobilienfonds, Infrastrukturfonds und Private-Debt-Fonds zusammen. Dabei ist zu beachten, dass sich das verwaltete Vermögen aus dem nicht realisierten Wert der Investments („unrealised value“) und den noch nicht investierten Kapitalzusagen („dry powder“) zusammensetzt. Zeitlich parallel ist das verwaltete Venture-Capital-Vermögen bis auf ca. 2.000 Mrd USD<sup>6</sup> gestiegen. Einer der Haupttreiber dieser Entwicklung in der Pandemie war der Techniksektor, da viele Unternehmen gezwungen waren, ihr physisches Geschäftsmodell auf ein virtuelles umzustellen.

Ein wichtiges strukturelles Merkmal von PE-Investments sind die Vintage-Jahre, diese bezeichnen das Jahr des Investitionsbeginns eines PE-Fonds in die entsprechenden Projekte bzw. Zielunternehmen. Dabei kann das zugesagte Investitionskapital (Commitment) mittels gestaffelter Kapitalabrufe (Capital Calls) auch über längere Zeiträume (bis zu mehreren Jahren) abgerufen werden. Anhand der Vintage-Jahre lässt sich die Performance eines PE-Portfolios zum jeweiligen Konjunkturzyklus in Beziehung setzen.

Mit dem Closing eines Fonds beginnt die sogenannte Ramp-up-Phase, in der Zielunternehmen identifiziert, das Investitionskapital abgerufen und dann schrittweise in die Zielunternehmen investiert wird. Die Zielunternehmen werden in einer Due Diligence geprüft, und zur Beurteilung der Profitabilität eines Investments werden Financial Models herangezogen, mit denen üblicherweise die

---

<sup>5</sup> Quelle: Preqin Ltd.

<sup>6</sup> Quelle: Preqin Ltd.

Internal Rate of Return als Kennzahl für die Performance abgeschätzt wird. Ein wichtiger Aspekt für die Beurteilung von PE-Investments ist auch das Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital (Hebelung), das sowohl auf Ebene der Zielunternehmen wie auch der Finanzierungsstruktur von PE-Fonds oder anderen PE-Investment-Vehikeln für die Rendite-Risiko-Einschätzung relevant ist.

Aus diesem PE-typischen Investmentprozess mit zeitlich gestaffelten Investments, Gründungs- und Anlaufkosten (z.B. für die Due Diligence von PE-Projekten – auch mit Blick auf Rechts- und Steuerfragen) und Zielunternehmen mit anfänglichen Abschreibungen, die erst im Laufe der Zeit stabile Ertrags-Cashflows liefern, ergibt sich der typische „J-Curve-Effekt“ für den Nettoinventarwert von Fonds oder das Cashflow- bzw. Ertragsprofil von Einzelinvestments. Dabei kommt es in den ersten Jahren zu negativen Ergebnissen, dann zu Zuschreibungen oder positiven Ergebnissen, wenn die Zielunternehmen Erträge liefern, und schließlich zum Laufzeitende des Investments durch Veräußerungen zu teilweise erheblichen Veräußerungsgewinnen. Diese Laufzeit liegt bei PE-Fonds üblicherweise im Bereich von 7-14 Jahren: einerseits sind Ramp-up-Phasen bis zu 2 und mehr Jahren nicht ungewöhnlich und tragen zu längeren Laufzeiten bei, andererseits kann ein Secondary-Fonds tendenziell schneller investieren mit entsprechend kürzerer Laufzeit. Natürlich spielt auch die Marktsituation und die Verfügbarkeit geeigneter Zielinvestments eine wesentliche Rolle.

PE-Fonds können diesen J-Curve-Effekt dämpfen, indem sie die Investitionen über mehrere Vintage-Jahre strecken, mittels Warehousing bereits vor dem Closing PE-Projekte erwerben oder im Sekundärmarkt investieren. Dabei bezeichnet Warehousing den Aufbau eines entsprechenden PE-Portfolios (üblicherweise als Spezialfonds) im Vorfeld oder parallel zur Auflegung des PE-Fonds, das bspw. von einem weiteren Investor zwischenfinanziert und nach der Dotierung von dem PE-Fonds erworben wird.

PE-Strategien liegen in der Risikodimension zwischen dem öffentlichen Aktien-

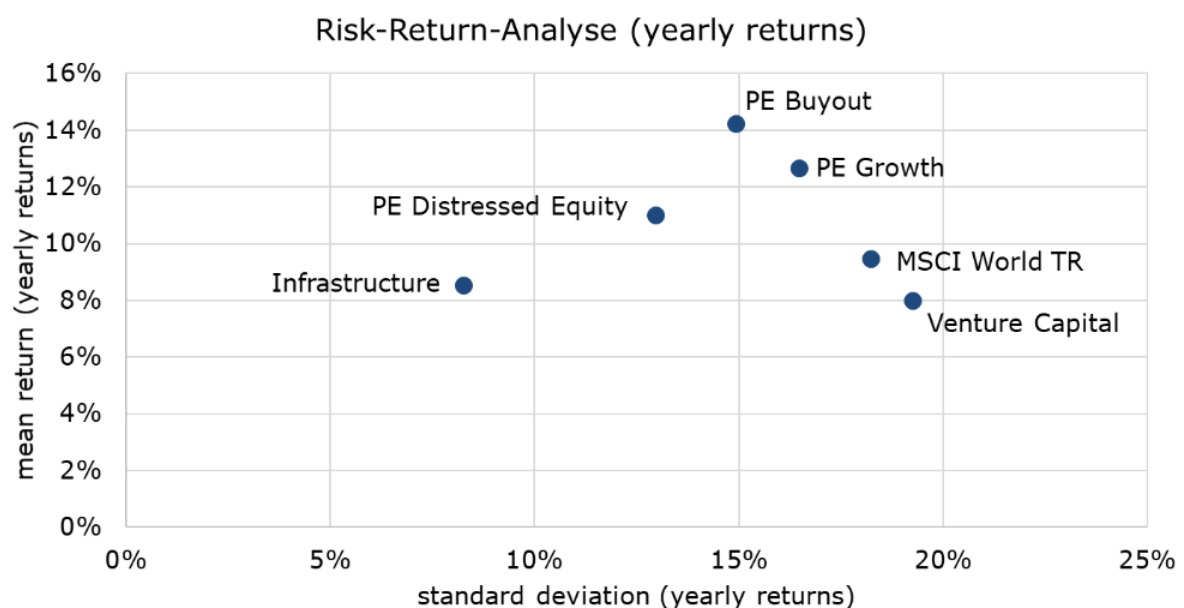


Abbildung 4. Rendite-Risiko-Diagramm für PE (Quelle: Eigene Darstellung, Datenquelle: Preqin Ltd.)

markt und Infrastruktur-Equity. Eine Auswertung von kapitalgewichteten PE-Indexzeitreihen auf Jahresbasis (Auswertungszeitraum März 2008 bis Ende 2021) zeigt, dass die Standardabweichungen von 13-16% unter dem MSCI World TR mit 18% liegen, während die Returns je nach Strategie bei 11-14% und damit über dem MSCI World TR mit 10% liegen<sup>7</sup>. Eine Ausnahme in diesem Zusammenhang liefert das Segment Venture Capital, dass bei einer hohen Standardabweichung von 19% eine vergleichsweise geringe Rendite von 8% aufweist.

In der Investorenperspektive spielt zudem die Diversifikation zu anderen Anlageklassen und insbesondere zu liquiden Aktien eine wichtige Rolle. Im Auswertungszeitraum März 2008 bis Ende 2021 ist allerdings eine höhere Korrelation zwischen den PE-Strategien sowie den liquiden Aktien zu beobachten, als gemeinhin zu erwarten wäre. Dies dürfte auf verschiedene statistische Effekte zurückzuführen sein: in allen Kapitalmarktsegmenten ist eine parallele positive Entwicklung zu

	BUYOUT	GROWTH	DISTRESSED PRIVATE EQUITY	VENTURE	INFRASTRUCTURE	MSCI World TR
BUYOUT	1,00					
GROWTH	0,90	1,00				
DISTRESSED PRIVATE EQUITY	0,81	0,78	1,00			
VENTURE	0,77	0,83	0,61	1,00		
INFRASTRUCTURE	0,29	0,13	0,00	0,19	1,00	
MSCI World TR	0,81	0,80	0,84	0,58	0,06	1,00

*Tabelle 1. Korrelation verschiedener Assetklassen (Quelle: Eigene Darstellung, Datenquelle: Preqin Ltd.)*

beobachten (mit Ausnahme der letzten Quartale, in denen die Corona-Pandemie zu – allerdings ebenfalls parallelen – Marktverwerfungen führte), und die Korrelation gewichtet den gesamten Beobachtungszeitraum gleich. Insoweit ist die Verwendung der Korrelation als Indikator für den Diversifikationsvorteil solcher Investments sachgerecht abzuwägen.

Bei der statistischen Analyse von Kapitalmarktdaten sind stets die besonderen Umstände der jeweiligen Auswertung im Blick zu behalten; bei Indizes führt bspw. der sog. „survivorship bias“ zu einer Verzerrung, da die Statistik nur die erfolgreichen Unternehmen erfasst, das Ausscheiden aus dem Index (durch Insolvenzen, Schließung oder Übernahmen durch erfolgreichere Wettbewerber) jedoch nicht

<sup>7</sup> Eigene Berechnungen, Quelle: Quartalsdaten veröffentlicht von Preqin Ltd.

abbildet und ggf. auch keinen repräsentativen Marktüberblick darstellt, wenn bspw. die Datenzulieferung in der Entscheidung der einzelnen PE-Gesellschaften liegt. Auch die Verwendung von Quartalsdaten, die den Bewertungszyklen von PE-Investments entspricht, ist beim Vergleich mit öffentlichen Märkten und deren kontinuierlicher Bewertung sowie entsprechend höherer Volatilität zu beachten.

## **2.2. Instrumente und Struktur**

Bei alternativen Anlageklassen wie PE ist nicht nur das zu erwerbende Investment, sondern auch die passende Struktur entscheidend. Darüber hinaus ist auch das Domizilland innerhalb des Entscheidungsprozesses nicht zu vernachlässigen.

Eine unpassende „Verpackung“ des Zielinvestments im Rahmen der Auflage kann die Erwerbbarkeitsprüfung durch Investoren oder Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVG) signifikant verzögern.

Die erste Fragestellung innerhalb des Entscheidungsprozesses eines institutionellen Investors sollte daher auf Erwerbbarkeit abzielen. Diese betrifft im Besonderen die Entscheidung, ob ein Investment direkt gezeichnet werden sollte und somit der jeweilige am Zielinvestment gehaltene Anteil bilanziert werden muss oder ob man sich für ein indirektes Investment via eines Fondsinvestments entscheidet. Eine weitere wichtige Frage ist die steuerliche Behandlung des Investments, wobei es je nach Sparte des Versicherungsunternehmens unterschiedliche Sichtweisen geben kann.

Deutsche Investoren sind traditionell mit dem deutschen Spezialfonds sehr vertraut. Dies gilt ebenfalls für in Luxemburg domizilierte Spezialfonds. Die Luxemburger „Toolbox“ (womit hier der Luxemburger Rechtsrahmen für die unterschiedlichen Ausgestaltungen von Fonds, Aktien- oder Personengesellschaften bezeichnet wird) ermöglicht, die Fonds flexibel und individuell nach den Bedürfnissen der Investoren zu strukturieren. Darunter fällt auch der 2016 in Luxemburg eingeführte Reserved Alternative Investment Fund (RAIF), der selbst keine Zulassung benötigt, aber von einem regulierten Alternative Investment Fund Manager (AIFM) mit Sitz in einem EU-Land verwaltet werden muss. Investoren und Initiatoren sollten sich direkt über die notwendigen Eigenschaften abstimmen.

Die folgenden beiden Tabellen zeigen einen Ausschnitt aus dem Universum der Strukturierungsmöglichkeiten von häufig gewählten Kombinationen.

<b>Rechtspersönlichkeit</b>	nein			
<b>Rechtsform</b>	Vertragsform		Gesellschaftsform	
	FCP		S.C.S.p	
	Luxemburger Fonds in Vertragsformat		Personengesellschaft	
<b>Ausgestaltung</b>			SICAV	
			Investmentgesellschaft mit variablem Kapital	
<b>Spezialfondsformat</b>	SIF	RAIF	SIF	RAIF
	Spezialfonds gemäß Luxemburger SIF-Gesetz	Spezialfonds gemäß Luxemburger RAIF-Gesetz	Spezialfonds gemäß Luxemburger SIF-Gesetz	Spezialfonds gemäß Luxemburger RAIF-Gesetz
	CSSF auf Produktebene	CSSF auf Managerebene	CSSF auf Produktebene	CSSF auf Managerebene
<b>Aufsicht</b>				
<b>Manager</b>	AIFM in Luxemburg oder anderem EU-Mitgliedsstaat			

Tabelle 2. Regulatorischer Rahmen für PE in Luxemburg (Quelle: Eigene Darstellung)

<b>Rechtspersönlichkeit</b>	ja					
<b>Rechtsform</b>	Gesellschaftsform					
	S.A.		S.C.S.		S.C.A.	
	Aktiengesellschaft		Personengesellschaft		Personengesellschaft auf Aktien	
<b>Ausgestaltung</b>	SICAV					
	Investmentgesellschaft mit variablem Kapital					
<b>Spezialfondsformat</b>	SIF	RAIF	SIF	RAIF	SIF	RAIF
	Spezialfonds gemäß Luxemburger SIF-Gesetz	Spezialfonds gemäß Luxemburger RAIF-Gesetz	Spezialfonds gemäß Luxemburger SIF-Gesetz	Spezialfonds gemäß Luxemburger RAIF-Gesetz	Spezialfonds gemäß Luxemburger SIF-Gesetz	Spezialfonds gemäß Luxemburger RAIF-Gesetz
<b>Aufsicht</b>	CSSF auf Produktebene	CSSF auf Managerebene	CSSF auf Produktebene	CSSF auf Managerebene	CSSF auf Produktebene	CSSF auf Managerebene
<b>Manager</b>	AIFM in Luxemburg oder anderem EU-Mitgliedsstaat					

Tabelle 3. Regulatorischer Rahmen für PE in Luxemburg (Quelle: Eigene Darstellung)

Es kann hier in der Praxis durchaus vorkommen, dass die Interessenschwerpunkte der involvierten Parteien einen unterschiedlichen Fokus auf z. B. Domizilierung, Bewertung, Verwahrung und Reporting legen.

Umsetzungsaspekte für Versicherer lassen sich wie folgt ableiten:

- Bilanzierung: Eigene Bilanz oder Fondskonzept,
- Verbriefung: Wertpapier oder Beteiligung,
- Organisation: Master-, Dach- oder Einzelfonds,
- Dienstleister: KVG, Verwahrstelle bzw. Depotbank, (externe) rechtliche bzw. steuerliche Aspekte,
- Standort: Deutschland, Luxemburg, Irland oder Offshore.

Trotz der Heterogenität der PE-Fonds im Anlagebereich, bei Aufbau und Organisation gibt es unter ihnen viele Gemeinsamkeiten. Ein wichtiger Punkt ist das organisatorische und rechtliche Auseinanderfallen zwischen den Investoren eines solchen Fonds und seinen Managern. In Deutschland ansässige Fonds sind fast immer als Kombination aus einer Management GmbH und einer vermögensverwaltenden Kommanditgesellschaft (KG) organisiert. Die eigentlichen Investoren, die Kommanditisten oder „Limited Partners“ (LP), vertrauen ihr Geld einem Manager an, dem Komplementär oder „General Partner“ (GP). Dieses Geld wird in einem geschlossenen Fonds der KG für eine vorher festgelegte Zeit (in der Regel sieben bis vierzehn Jahre) gesammelt und verbindlich angelegt. Der General Partner ist verantwortlich für die Investitions-Strategie, die Auswahl der Firmen und die Abwicklung der Käufe und Verkäufe. Die eigentliche Transaktion erfolgt dann durch den Fonds. Beim Verkauf fließen die Erlöse dann ebenfalls dem Fonds zu. Als Rechtsform für den GP wird häufig die S.à r.l. oder SARL gewählt, das Luxemburger Pendant zur deutschen GmbH.

Zusätzlich können Fonds, die im Sinne der obigen Tabellen aufgelegt sind (z.B. als S.C.S.p SICAV SIF oder S.C.A. SICAV RAIF), auf unterschiedliche Weise in die Zielunternehmen investieren: einerseits direkt in die Beteiligungen, andererseits über ein Special Purpose Vehicle (SPV), das häufig ebenfalls als S.à r.l. ausgestaltet ist und in das Zielunternehmen investiert. Gründe für die unterschiedlichen Investitionsformen innerhalb des Fonds können Reporting-aspekte, die Finanzierung des Zielunternehmens oder steuerliche Gründe sein.

### **2.3. Funktion für (Versicherungs-)Investoren**

PE-Investments sind für Versicherungsinvestoren interessant aufgrund einer hohen erwarteten Rendite (die neben dem Marktrisiko auch die Illiquidität der Assetklasse reflektiert), der Diversifikationseffekte zu liquiden Aktien und den übrigen konventionellen Anlageklassen und der Stabilität in der Wertentwicklung (die angesichts der periodischen Bewertungen nicht der Volatilität öffentlicher Märkte unterliegt). Damit bildet PE eine interessante Erweiterung des Anlageuniversums für die Rendite-Risiko-Optimierung. Dabei spielen als Investment-Ziele sowohl der Aufbau von Bewertungsreserven als auch laufende

Erträge (u.a. über Gewinnausschüttungen) in einem längerfristigen Investment-Horizont eine wichtige Rolle.

Randbedingungen aus der Versicherungsperspektive ergeben sich dabei aus den Liquiditätsanforderungen des Versicherungsgeschäfts (die aufgrund der Illiquidität von PE-Investments aus dem übrigen Portfolio sicherzustellen sind), aus langfristigen Ertrags- oder Cashflow-Anforderungen des jeweiligen Geschäftsmodells der Lebens-, Kranken- oder Sachversicherung (deren Planbarkeit aus dem Gesamtportfolio darzustellen ist) und einer ausreichenden Risikotragfähigkeit über den gesamten Investitionszeitraum.

## **2.4.      *Bewertungsaspekte***

### *2.4.1.      Grundansatz der Bewertung / Erläuterungen zur Herleitung der Basis (Unternehmenswert)*

Der vorliegende Bericht stellt keine Beratung bzw. Festlegung bezüglich der buchhalterischen und aufsichtsrechtlichen Behandlung dar. Unternehmen müssen Festlegungen immer im Austausch mit den entsprechenden Stellen wie Wirtschaftsprüfern und nationalen Aufsichtsbehörden treffen. Vielmehr soll hier ein Hinweis für mögliche Ansätze und ihre Besonderheiten gegeben werden.

Alternative Investments in PE-Instrumente werden meistens innerhalb einer „Hülle“ wie beispielsweise Investmentfonds oder in speziell gegründeten Kapitalgesellschaften getätigt (siehe Kapitel 2.1 & 2.2). In diesen „Hüllen“ bzw. innerhalb der Instrumente (S.à r.l., GmbH etc.) kann neben den Mitteln der Eigenkapitalinvestoren auch Fremdkapital aufgenommen werden („Hebelung“ bzw. „leverage“). Daraus ergeben sich gesteigerte Renditechancen, jedoch erhöht sich das Marktrisiko (als Wertschwankungs- oder Verlustrisiko) entsprechend. Allerdings können auch die Zielunternehmen bereits über Eigenkapital- und Fremdkapital-Finanzierungen eine gehebelte Finanzierungsstruktur aufweisen, ebenso Investitionsvehikel wie SPVs innerhalb der Hülle, so dass für eine Analyse der Returns und der Risiken unter Umständen auch eine mehrstufige Fremdkapital-Hebelung zu berücksichtigen ist.

Die Hüllen werden dann regelmäßig in der HGB-Bilanz zu Anschaffungskosten bilanziert und in der Folgebewertung gemäß dem strengen bzw. gemilderten Niederstwertprinzip (vgl. § 253 Abs. 3 und 4 HGB). Bei PE ist meist davon auszugehen, dass trotz der Widmung ins Anlagevermögen bei einem Wertverlust von einer voraussichtlich dauernden Wertminderung und damit einer Abschreibungspflicht auszugehen ist. Um zu prüfen, ob das Investment weiterhin werthaltig ist, wird es mit einer aktuellen Bewertung (häufig dem beizulegenden Wert) verglichen.

Diese aktuelle Bewertung sollte nach einem „fair value“-Prinzip erfolgen. Beim „fair value“-Prinzip wird auch von einem „willing buyer and willing seller“-Prinzip gesprochen. Während der IFRS-Ansatz diesen Anforderungen genügt und auch gemäß Solvency II bei fehlendem Markt ein „fair value“-Wert anzusetzen ist (siehe



2.4.2), weicht das HGB durch das „Vorsichtsprinzip“ von diesen Anforderungen ab und kann daher nur schwer als Maßstab herangezogen werden.

Bei der Bewertung eines Unternehmens sollte nicht nur die Eigenkapitalkomponente isoliert betrachtet werden, sondern in einer Gesamtbetrachtung des Unternehmens als Residualwert aus Anlagen und Verbindlichkeiten inkl. Fremdkapital hergeleitet werden:

Der Wert eines Eigenkapitalinstrumentes wird in der Praxis häufig unter Verwendung des Enterprise Value bestimmt. Die IPEV Valuation Guidelines (Version Dezember 2018)<sup>8</sup> enthalten dazu Empfehlungen, die aktuelle Best Practices zur Bewertung von Private Capital Investments darstellen sollen. Gemäß Kapitel „2.4 Allocating Enterprise Value“ sollte eine Bewertung von PE möglichst auf der Betrachtung des gesamten Unternehmens basieren. Der Wert des Eigenkapitalanteils wird geschätzt auf Basis eines hypothetischen Verkaufs des Unternehmens und kann wie folgt bestimmt werden:

- i. bestimme den Unternehmenswert für das Unternehmen.
- ii. Anpassung des Unternehmenswerts um Faktoren, die ein Marktteilnehmer berücksichtigen würde, wie z.B. Überschussaktiva oder Überschussverbindlichkeiten und andere Eventualverbindlichkeiten sowie relevante Faktoren, um daraus einen bereinigten Unternehmenswert abzuleiten.
- iii. ziehe von diesem Betrag den Marktwert aller Finanzinstrumente ab, die im (Verpflichtungs-)Rang bei einem Verkauf des Unternehmens vor dem ranghöchsten Instrument stehen, über das der Eigenkapitalgeber verfügt.
- iv. berücksichtige die Auswirkungen jedes Instruments, das den Wert des Unternehmens verwässern kann.
- v. Aufteilung des zurechenbaren Unternehmenswerts auf die relevanten Finanzinstrumente des Unternehmens.
- vi. Zuweisung der Beträge, die sich aus der Beteiligung an jedem Finanzinstrument ergeben und ihren beizulegenden Zeitwert darstellen.

Es ist wichtig, den subjektiven Charakter der Bewertung von Private Capital Investments zu erkennen. Diese Bewertung basiert grundsätzlich auf zukunftsgerichteten Schätzungen und Einschätzungen über das Beteiligungsunternehmen selbst:

- seinem Markt und dem Umfeld, in dem es tätig ist,
- dem Stand des Marktes für Fusionen und Übernahmen,
- Aktien-Marktbedingungen und

---

<sup>8</sup> <https://www.privateequityvaluation.com/Valuation-Guidelines>

- anderen Faktoren und Erwartungen, die zum Zeitpunkt der Messung bestehen.

Aufgrund des komplexen Zusammenspiels dieser Faktoren und des häufigen Fehlens eines direkt vergleichbaren Marktes sollte man bei der Verwendung öffentlich zugänglicher Informationen für die Ableitung einer Bewertung Vorsicht walten lassen. So kann bspw. das sogenannte Beta (Maß für die Wertentwicklung des Investments im Vergleich zum Gesamt-/Vergleichsmarkt), das zur Preisermittlung häufig als nicht unwesentlicher Faktor herangezogen wird, stark schwanken. Die Wahl eines sachgerechten Betas stellt in dem Zusammenhang bereits eine Herausforderung und Fehlerquelle dar.

Um den beizulegenden Zeitwert einer Investition zu messen, wird der Bewertende (Gutachter) sein Urteilsvermögen walten lassen und die notwendigen Abschätzungen vornehmen müssen, um die Marktdaten an mögliche Auswirkungen anderer Faktoren wie Geografie, Kreditrisiko, Fremdwährung, zurechenbare Rechte, Aktienkurse und Volatilität anzupassen.

Es ist daher zu berücksichtigen, dass Bewertungen zwar nützliche Zwischenindikatoren und Bilanzierungshinweise für den Fortschritt und Wert eines bestimmten Unternehmens oder einer Investition liefern, letztlich aber erst durch die Realisierung von tatsächlichen Erlösen bestimmt werden können. Aus diesem Grund wird zur Validierung von Bewertungsmethoden häufig auf ein Backtesting zurückgegriffen, bei dem der Wert des Finanzinstrumentes bei vorherigem Kauf nach demselben Verfahren ermittelt wird, das für die Bestimmung des aktuellen Wertes verwendet wurde. Die Werte werden dann verglichen und Unterschiede sollten erklärbar sein.

Der Bewertende sollte zu jedem Bewertungsstichtag eine oder mehrere der folgenden Bewertungstechniken anwenden und dabei die Annahmen der Marktteilnehmer hinsichtlich der Wertbestimmung berücksichtigen:

- A. Markt-Ansatz (bspw. verfügbare Marktpreise, Branchen-Benchmarks, Multiplikatoren),
- B. Ertragswertverfahren (diskontierte Zahlungsströme),
- C. Wiederbeschaffungskosten-Ansatz (Nettovermögen).

#### 2.4.2. *Bewertung von Private Equity gemäß Solvency II*

Im Basisszenario für die bilanzielle Bewertung der Assets orientiert sich die Bewertung der PE-Einzelinvestments an der Bewertungshierarchie aus Art. 10 der Delegierten Verordnung zu Solvency II (DVO)<sup>9</sup>. Da solche Anlagen typischerweise nicht an einem aktiven Markt gehandelt werden, sind gemäß Art. 10 Abs. 3 DVO möglichst die Marktpreise ähnlicher Kapitalanlagen, die an aktiven Märkten notieren, anzusetzen. Dabei ist „Unterschieden durch entsprechende Berichtigungen Rechnung“ zu tragen. Als ähnliche Kapitalanlagen, die an aktiven Märkten gehandelt werden, kommen zunächst börsennotierte Aktien in Betracht.

---

<sup>9</sup> Delegierte Verordnung (EU) 2015/35

Jedoch ist auch innerhalb einer Branche wegen vielfältiger Unterschiede bei Absatz- und Beschaffungsmärkten, Geschäftsmodellen, Kapital- und Finanzierungsstrukturen sowie sonstiger Faktoren die Bewertung von PE-Anlagen durch eine einfache „Berichtigung“ von notierten Aktienkursen im Allgemeinen nicht möglich, sodass gemäß Bewertungshierarchie die Anwendung alternativer Bewertungsmethoden erforderlich ist. Dafür schreibt Art. 10 Abs. 6 DVO den bewertenden Unternehmen vor, sich so wenig wie möglich auf unternehmensspezifische Inputfaktoren und weitestmöglich auf relevante Marktdaten zu stützen. Insbesondere sollten möglichst Inputfaktoren verwendet werden, die für den Vermögenswert beobachtet werden können, einschließlich relevanter Zinssätze und -kurven, impliziter Volatilitäten und Kredit-Spreads (eventuell für das Fremdkapital des zu bewertenden Unternehmens oder kapitalmarkttheoretisch-basiert, d.h. „Beta“-Exposure etc.). Die angewandten alternativen Bewertungsmethoden/-techniken müssen gemäß Art. 10 Abs. 7 DVO mit mindestens einem der folgenden drei Bewertungsansätze vereinbar sein:

- dem marktbasierten Ansatz, bei dem Preise und andere maßgebliche Informationen genutzt werden, die durch vergleichbare Markttransaktionen entstehen;
- dem einkommensbasierten Ansatz wie Discounted Cashflow- (DCF) bzw. Ertragswertverfahren (EWV), bei dem künftige Beträge wie Zahlungsströme (CF) oder Aufwendungen und Erträge unter Berücksichtigung der gegenwärtigen Markterwartungen diskontiert und in einen aktuellen Betrag (Barwert) umgewandelt werden;
- dem auf Wiederbeschaffungskosten basierenden Ansatz, der den Betrag widerspiegelt, der gegenwärtig erforderlich wäre, um die Dienstleistungskapazität eines Vermögenswerts zu ersetzen.

Zu den Bewertungstechniken, die explizit mit dem einkommensbasierten Ansatz vereinbar sind, gehören Barwerttechniken, Optionspreismodelle und die Residualwertmethode (z.B. für weit in der Zukunft liegende Cashflows bzw. Erträge, für die eine Schätzung mit hoher Unsicherheit verbunden wäre). Falls die notwendigen Informationen für den Einsatz der oben genannten Bewertungstechniken nicht vorliegen, können auch weitere vereinfachte Bewertungsmethoden (z.B. Multiplikatoren-Methode, vgl. Abschnitt 2.4.3.1) zur Anwendung kommen. In jedem Fall ist gemäß Art. 263 DVO die Anwendung alternativer Bewertungsmethoden zu begründen; zudem beschreibt der Artikel die Dokumentations- und Prüfpflichten im Zusammenhang mit alternativen Bewertungsmethoden. In Art. 267 DVO werden Vorgaben zur internen Kontrolle der Bewertung von Vermögenswerten gemacht.

Die alternativen Bewertungsmethoden sind auch Gegenstand des „Berichts über Solvabilität und Finanzlage und des regelmäßigen aufsichtlichen Berichts“ in „D.4 Alternative Bewertungsmethoden“ (vgl. Anhang XX der DVO).

Ausgeschlossen ist gemäß Art. 16 DVO die Bewertung zu Anschaffungskosten oder fortgeführten Anschaffungskosten sowie die Anwendung von Niederstwertprinzipien gemäß Buchwert und beizulegendem Zeitwert abzüglich Veräußerungskosten.

Für die Berücksichtigung von Kapitalanlagekosten unter Solvency II verweisen wir auf den diesbezüglichen Ergebnisbericht des Ausschusses Enterprise Risk Management<sup>10</sup>.

#### 2.4.3. Bewertungsmethoden

In diesem Abschnitt werden zwei Bewertungsmethoden (sowie darüber hinaus der Wiederbeschaffungskosten-Ansatz) vorgestellt, die in der Praxis üblich sind. Oft werden jedoch beide Ansätze parallel benutzt, wobei die Methode mit Multiplikatoren meist zur Validierung bzw. als 2nd opinion der Ergebnisse des Discounted-Cashflow Verfahrens (DCF) vor einer Investitionsentscheidung genutzt wird. Das Ertragswertverfahren bzw. DCF-Verfahren ist häufig die einzige nach HGB anwendbare Methode zur Ermittlung eines beizulegenden Wertes<sup>11</sup>.

##### 2.4.3.1 Bewertung mit Multiplikatoren (Marktansatz)

Die Bewertung mit Multiplikatoren (Multiples) kann unter Umständen auch als marktbasierter Ansatz gemäß Art. 10 Abs. 7 DVO angesehen werden. Die IPEV Valuation Guidelines (Version Dezember 2018) geben hierzu Best Practice-Empfehlungen zur Anwendung in Abschnitt „3.4 Multiples“.

Demnach kann je nach Hintergrund der aktuellen Situation, in der sich das zu bewertende Unternehmen befindet, die Bewertung mit Multiplikatoren von Einnahmen oder Erträgen bevorzugt werden. Die allgemeinen Schritte lassen sich dabei wie folgt zusammenfassen. Es wird empfohlen, dass der Bewertende

- i. angemessene und vernünftige Multiplikatoren auswählt, die dann auf die Einnahmen oder Erträge (Performanceindikator) angewendet werden;
- ii. den Unternehmenswert um nicht betriebsnotwendige Vermögensgegenstände, Passivüberhänge und andere relevante Faktoren zur Berechnung des angepassten Unternehmenswertes korrigiert;
- iii. alle Fremdkapitalinstrumente (und ggf. weitere Instrumente von höherem Rang als die selbst gehaltenen) vom Unternehmenswert abzieht; dabei sind

---

<sup>10</sup> Berücksichtigung von Anlagekosten bei der marktkonsistenten Bewertung von versicherungstechnischen Rückstellungen unter Solvency II, Ergebnisbericht des DAV-Ausschusses Enterprise Risk Management, Köln, 29.07.2022

<sup>11</sup> Vgl. Haufe-Bilanzkommentar Rz 264 [https://www.haufe.de/finance/haufe-finance-office-premium/bertramkesslermueller-haufe-hgb-bilanz-kommentar-hgb-424-finanzanlagen\\_i-desk\\_PI20354\\_HI2259562.html](https://www.haufe.de/finance/haufe-finance-office-premium/bertramkesslermueller-haufe-hgb-bilanz-kommentar-hgb-424-finanzanlagen_i-desk_PI20354_HI2259562.html) und Rz. 224 [https://www.haufe.de/finance/haufe-finance-office-premium/bertramkesslermueller-haufe-hgb-bilanz-kommentar-hgb-4212-beizulegender-wert\\_i-desk\\_PI20354\\_HI2259558.html](https://www.haufe.de/finance/haufe-finance-office-premium/bertramkesslermueller-haufe-hgb-bilanz-kommentar-hgb-4212-beizulegender-wert_i-desk_PI20354_HI2259558.html)

auch ggf. selbstgehaltene Fremdkapitalinstrumente und die entsprechende Verwässerung der Anteile im Liquidationsszenario zu betrachten;

- iv. die Verteilung der Anteile und anderer Finanzinstrumente in angemessener Form vornimmt, wobei die Sicht eines unabhängigen Marktteilnehmers eingenommen werden muss.

Die Bewertung ist insbesondere für Beteiligungsunternehmen angemessen, die bereits länger am Markt sind und stabile Cashflows aufweisen. Hierbei wird der Performanceindikator mit einem am Markt beobachteten Faktor multipliziert. Vereinfacht ergibt sich für die Berechnung des Marktwertes die Formel

$$\text{Marktwert} = \text{Performanceindikator} \times \text{Multiplikator}$$

Ist das Ziel eher ein Unternehmensvergleich, so kann der Multiplikator als vergleichsweise einfache Kennzahl als Indikation herangezogen werden. Dies ist insbesondere bei Kauf- bzw. Verkaufsentscheidungen relevant:

$$\text{Multiplikator} = \frac{\text{Marktwert}}{\text{Performanceindikator}}$$

Wichtig bei der Nutzung von Multiplikatoren ist, dass möglichst gleiche Performanceindikatoren untersucht werden und dass die herangezogenen Multiplikatoren von möglichst vergleichbaren Unternehmen stammen. Hier kann es angemessen sein, die verschiedenen Kennzahlen durch geeignete Anpassungen vergleichbar zu machen.

Wichtig bei der Betrachtung von Marktfaktoren ist, dass auch Illiquidität berücksichtigt wird. Anteile an einem in einem Aktienindex notierten Unternehmen sind meist leichter zu verkaufen als Anteile eines mittelständischen Unternehmens. Dies hängt insbesondere auch mit den unterschiedlichen Berichtspflichten zusammen, die bei einem notierten Unternehmen meist wesentlich umfangreicher sind.

#### 2.4.3.2 Discounted Cashflow- (DCF) / Ertragswertverfahren (EWV)

Das DCF- bzw. EW-Verfahren ist eine alternative Bewertungsmethode/-technik gemäß Art. 10 Abs. 7 DVO. Die IPEV Valuation Guidelines (Version Dezember 2018) geben hierzu Best Practice-Empfehlungen zur Anwendung in den Abschnitten "3.7 Discounted Cash Flows or Earnings (of Investee Company)" und „3.8 Discounted Cash Flows (from an Investment)".

Die Verfahren verfolgen den Ansatz, das Beteiligungsunternehmen auf Basis seiner erwarteten zukünftigen Cashflows bzw. Gewinne, abgezinst auf den jeweiligen Bewertungsstichtag, zu bewerten. Die allgemeinen Schritte lassen sich dabei wie folgt zusammenfassen. Es wird empfohlen, dass der Bewertende

- i. den Unternehmenswert unter Verwendung angemessener Annahmen und Schätzungen der erwarteten zukünftigen Cashflows bzw. Gewinne sowie den Endwert des Unternehmens ableitet; beide Werte auf den Bewertungsstichtag durch Anwendung eines angemessenen risikoadjustierten Zinssatzes diskontiert;

- ii. den Unternehmenswert um nicht betriebsnotwendige Vermögensgegenstände, Passivüberhänge und andere relevante Faktoren zur Berechnung des angepassten Unternehmenswertes korrigiert;
- iii. alle Fremdkapitalinstrumente (und ggf. weitere Instrumente von höherem Rang als die selbst gehaltenen) vom Unternehmenswert abzieht; dabei sind auch ggf. selbstgehaltene Fremdkapitalinstrumente und die entsprechende Verwässerung der Anteile im Liquidationsszenario zu betrachten;
- iv. die Verteilung der Anteile und anderer Finanzinstrumente in angemessener Form vornimmt, wobei die Sicht eines unabhängigen Marktteilnehmers eingenommen werden muss.

Als Grundlage für die Cashflow-Schätzung können beispielsweise unternehmensinterne oder externe Prognose- und Planungsrechnungen auf Basis von IFRS oder HGB dienen, denn im Cashflow-basierten Ansatz geht es um die Zahlungsströme (nicht um Gewinne und Verluste gemäß dem jeweiligen Rechnungslegungsstandard). Insofern spielt beim DCF der Rechnungslegungsstandard eine untergeordnete Rolle. Beim Einsatz des Ertragswertverfahrens wird die Diskontierung auf den jeweiligen prognostizierten Gewinn oder Verlust gemäß dem betrachteten Rechnungslegungsstandard angewandt. Hierbei haben IFRS-Ergebnis-Prognosen eventuell den Vorteil, dass sie eher dem Fair Value Prinzip entsprechen. Bei Verwendung von HGB-Ergebnis-Prognosen ist wegen des fehlenden Fair Value-Charakters zugunsten des Vorsichtsprinzips i.d.R. mit einer zu konservativen Schätzung als Ergebnis zu rechnen. Dennoch sind die detaillierten Cashflow-Prognosen mit einer umfangreichen subjektiven Beurteilung verbunden. Gleiches gilt für die Schätzung des Unternehmensendwerts und des Abzinsungssatzes, der das Risiko, das die Cashflow- bzw. Gewinnprognosen beinhalten, angemessen berücksichtigen sollte. Der letztlich abgeleitete Barwert reagiert oft erheblich auf kleine Änderungen dieser Angaben. Neben der eigentlichen Bewertung unter Anwendung des DCF bzw. EWW sollten deshalb zusätzlich immer Sensitivitätsanalysen durchgeführt werden.

#### *2.4.3.3 Wiederbeschaffungskosten-Ansatz (Net Asset Value)*

Der Wiederbeschaffungskosten-Ansatz ist als eigener Bewertungsansatz in Art. 10 Abs. 7 DVO aufgeführt. Die IPEV Valuation Guidelines (Version Dezember 2018) geben hierzu Best Practice-Empfehlungen zur Anwendung im Abschnitt „3.9 Net Assets“.

Diese Bewertungstechnik verfolgt die Ableitung des Wertes eines Unternehmens unter Bezugnahme auf den Wert seines Nettovermögens (auf Fair-Value-Basis).

Die allgemeinen Schritte lassen sich dabei wie folgt zusammenfassen. Bei der Anwendung der Net Assets-Bewertungstechnik zur Schätzung des beizulegenden Zeitwerts einer Investition sollte der Bewertende

- i. aus der Perspektive eines Marktteilnehmers einen Unternehmenswert für das Unternehmen zur Bewertung seiner Vermögenswerte und Schulden

- ableiten (gegebenenfalls mit Anpassung an nicht operative Vermögenswerte, überschüssige Verbindlichkeiten und Eventualforderungen und -verbindlichkeiten);
- ii. von diesem Betrag alle Finanzinstrumente abziehen, die in einem Liquidationsszenario vor dem ranghöchsten Instrument des Fonds rangieren (z. B. der Betrag, der gezahlt würde) und unter Berücksichtigung der Auswirkungen eines Instruments, das die Anlage des Fonds verwässern könnte, um den zurechenbaren Unternehmenswert abzuleiten; und
  - iii. den zurechenbaren Unternehmenswert unter Berücksichtigung potenzieller Marktteilnehmer angemessen auf die relevanten Finanzinstrumente aufteilen. Bei der Beurteilung der Perspektive eines Marktteilnehmers ist Urteilsvermögen erforderlich.

Diese Bewertungsmethode ist am ehesten für Beteiligungsunternehmen geeignet, deren Wert sich hauptsächlich aus dem zugrunde liegenden beizulegenden Zeitwert seiner Vermögenswerte und nicht aus seinen Erträgen ergibt, wie z. B. anlagevermögensintensive Unternehmen und Investmentgeschäfte (wie Dachfonds).

Diese Bewertungstechnik kann auch für ein Unternehmen geeignet sein, das keine angemessene Kapitalrendite erzielt und für das durch die Liquidation des Unternehmens und den Verkauf seiner Vermögenswerte ein höherer Wert erzielt werden kann. Im Zusammenhang mit PE kann die Net Assets-Bewertungstechnik daher unter bestimmten Umständen geeignet sein, um Investitionen in verlustbringende Unternehmen und Unternehmen, die nur marginale Gewinne erzielen, zu bewerten.

#### *2.4.4. Vergleich der Bewertungsmethoden*

Mit Ausnahme von Solvency II (Art. 10 DVO) gibt es gemäß Abschnitt „3.7 Discounted Cash Flows or Earnings (of Investee Company)“ der IPEV Valuation Guidelines (Version Dezember 2018) keine von den Rechnungslegungsstandards vorgeschriebene Hierarchie der Bewertungsmethoden. Unabhängig davon wird die Verwendung mehrerer Verfahren bei der internen Bewertung solcher Investments empfohlen.

Die Multiplikatorenmethode zeichnet sich durch ihre unkomplizierte Anwendung aus, da sich der zu ermittelnde Unternehmenswert aus der einfachen Multiplikation von Performanceindikator mit Multiplikator ergibt. Sie eignet sich vorzugsweise zur Bewertung oder zum Vergleich etablierter Unternehmen mit stabilen Einnahmen oder Erträgen, die als Performanceindikator herangezogen werden können.

Liegen für das zu bewertende Unternehmen dagegen keine signifikanten positiven Cashflows aus den letzten Monaten oder Jahren vor, dafür aber eine belastbare Cashflow-Prognose, so bietet sich das DCF- bzw. EW-Verfahren an. Da diese Verfahren auf jeden Strom von Cashflows bzw. Gewinnen angewandt werden können, umfasst der Anwendungsbereich grundsätzlich auch die Bewertung von

Unternehmen in einer Phase großer Veränderungen, z.B. einer Rettungsrefinanzierung, eines Turnarounds, einer strategischen Neupositionierung, sowie Unternehmen in der Verlustphase oder in der Start-up-Phase. Aufgrund des hohen Maßes an Subjektivität bei der Wahl der Inputs ergeben sich aus einer Bewertung mittels DCF bzw. EWW im Allgemeinen jedoch gewisse Bandbreiten für den Unternehmenswert. Wie erwähnt sollte daher immer noch eine Validierung des Ergebnisses mithilfe einer zweiten Bewertungsmethode erfolgen.

Der Wiederbeschaffungskosten-Ansatz eignet sich neben Fondsanteilen mit bekanntem Wert der Einzelkomponenten vor allem für Unternehmen mit geringem Ertragspotential insbesondere mit Blick auf die Nutzung des Anlagevermögens zur Liquidation oder Zerschlagung des Unternehmens.

## **2.5. Risikoprofil**

Das Risikoprofil von PE-Investments in der Perspektive des Kapitalanlegers ist in erster Linie durch die Illiquidität der Anlageinstrumente in dieser Assetklasse getrieben. Dieser Umstand trifft unabhängig davon zu, welcher Zugangsweg, d.h. Direktinvestment, Einzelfondsselektion oder Dachfondsinvestment, gewählt wird. Für die weiteren Ausführungen liegt der Fokus auf dem Risikoprofil eines Einzelfonds.

Aufgrund der eingeschränkten Handelbarkeit von Anteilen an PE-Fonds nach einer rechtsverbindlichen Zusage für ein Investment ist das Risikoprofil einer solchen Anlage bestimmt durch die anfängliche Auswahl des Investments. In diesem Zusammenhang liegt besonderes Augenmerk auf der Manager-Selektion des PE-Fonds. Im Rahmen eines sogenannten Due Diligence-Prozesses werden die rechtlichen Vorgaben der Investmentgesellschaft (d.h. des PE-Fonds), alle etwaigen Informationen zur Anlagestrategie des Asset Managers und die historische Performance-Entwicklung vorhergehender Fondsgenerationen des Asset Managers detailliert geprüft. Häufig wird auch eine zweite Meinung z.B. durch eine spezialisierte Rechtsanwaltskanzlei eingeholt. Sofern die Prüfung eines PE-Fonds und des zugehörigen Asset Managers grundsätzlich positiv ausfällt, kann ein Anleger über rechtliche Nebenvereinbarungen (sogenannte Side Letter) in Verhandlung mit dem Asset Manager für ihn relevante Dinge regeln. Beispielhaft wären hier der Ausschluss von bestimmten Anlagesegmenten wie Rüstungsgüter zu nennen.

Sofern eine Entscheidung für ein Investment in einen PE-Fonds getroffen ist, lässt sich das Risiko in folgende Risikoklassen einordnen:

### **2.5.1. Marktrisiko**

Das Marktrisiko umfasst alle Risiken, die zu einer Reduzierung des Marktwertes der Anlagegegenstände führen. Insbesondere sind hierbei negative Entwicklungen der im Portfolio befindlichen Unternehmen zu nennen. Diese sind nicht immer mit unternehmensindividuellen Vorgängen verbunden, sondern können sich ebenso aufgrund von Branchen-, Markt- oder geopolitischen Entwicklungen materialisieren. Zudem entsteht je nach Anlagegegenstand auch ein Marktrisiko aus Effekten an den Zins- oder Währungsmärkten sowie durch die Inflationsentwicklung. Diese



Faktoren haben unmittelbare Auswirkung auf die Unternehmenswerte der im Portfolio befindlichen Beteiligungen, bspw. in den letzten Jahren aufgrund von gestiegenen Refinanzierungskosten, Personal- und Sachaufwendungen sowie nicht zuletzt durch einen stärkeren Diskontierungseffekt künftiger potentieller Gewinne. Dies belastet wiederum den Wert des Anlagegegenstandes und somit auch der Anteile am PE-Fonds (siehe dazu auch die Ausführungen zu Bewertungsverfahren in Kapitel 2.4).

Eine Minderung der Marktrisiken kann im PE-Bereich in erster Linie durch Diversifikation nach Ländern, Märkten, Währungen, Branchen und Strategien erfolgen. Im Zusammenhang mit den Kategorien Zins- und Währungsrisiken kann darüber hinaus auch der Einsatz von Absicherungsinstrumenten (bspw. Forwards, Swaps, Futures, Optionen) sinnvoll sein. Dabei ist es wichtig, einen Abgleich mit dem Risikomanagementansatz des Fondsmanagers vorzunehmen, um verbleibende Basisrisiken zu verstehen und eine Übersicherungssituation zu vermeiden, sofern Absicherungsinstrumente bereits auf Ebene des Fondsportfolios zum Einsatz kommen. Nicht zuletzt sollte bei Verwendung von Absicherungsinstrumenten für Investitionen in PE-Fonds auch deren Wirkung und Anrechenbarkeit als „risk mitigation technique“ unter Solvency II geprüft werden (siehe dazu auch Kapitel 2.6).

#### *2.5.2. Ausfallrisiken*

Das Ausfallrisiko in Bezug auf die Investments eines PE-Fonds ist üblicherweise über das Marktrisiko abgebildet. Hier steht das Insolvenzrisiko der Portfolio-Unternehmen im Vordergrund, welches sich üblicherweise bereits frühzeitig durch rückläufige Unternehmenswerte und damit durch eine Minderung der Anteilswerte des PE-Fonds materialisiert.

Eine herausgehobene Bedeutung in Bezug auf das Ausfallrisiko hat die Nutzung von Fremdkapital auf Ebene eines PE-Fonds. Die Fremdkapitalgeber stehen in der Erfüllung der Ansprüche an einen PE-Fonds vor den Eigenkapital-Investoren. Insbesondere im Falle von sogenannten „leveraged funds“, d.h. PE-Fonds, die mittels Fremdkapitalaufnahme ihr Anlagevolumen steigern, kann ein erhöhtes Ausfallrisiko vorliegen. Dieses Ausfallrisiko korrespondiert zur Laufzeit der Fremdkapitalaufnahme: ist diese kürzer als die Laufzeit des Fonds, kann daraus ein Refinanzierungsrisiko für die Anschlussfinanzierung resultieren (z. B. bei einem zwischenzeitlichen Zinsanstieg).

Eine Minderung des Ausfallrisikos kann in der Regel nicht über Derivate (bspw. Credit Default Swaps) hergestellt werden, da diese im PE-Bereich üblicherweise nicht verfügbar sind. In Einzelfällen wäre eine individuelle Lösung mit einer Gegenpartei möglich, in der Praxis sind die damit verbundenen Kosten aber vermutlich zu hoch, um eine Absicherung ökonomisch zu rechtfertigen. Damit ist auch in Bezug auf diese Risikokategorie die Beurteilung und Risikoeinschätzung im Rahmen der Due Diligence erforderlich.

### 2.5.3. *Operationelle Risiken*

Im Zusammenhang mit Investitionen in PE-Fonds können diverse operationelle Risiken entstehen, nicht zuletzt sind hier rechtliche und regulatorische Risiken zu nennen. Bedingt durch die Illiquidität der PE-Fondsanteile ergibt sich in der Regel ein Investitionszeitraum von mehreren Jahren. In dieser Zeit können Änderungen im regulatorischen Rahmen dazu führen, dass es zu einer passiven Verletzung des Aufsichtsrechts kommt. In einem solchen Fall oder bei sonstigen rechtlichen Veränderungen kann es dazu kommen, dass ein Investment in einen PE-Fonds nicht mehr zulässig ist. Dieses Risiko lässt sich nicht steuern und kann lediglich im Kontext einer Gesamtportfolio-Steuerung gemanagt bzw. im Zusammenhang mit dem jeweiligen Due Diligence-Prozess bei der Investitionsentscheidung durch entsprechende vertragliche Vereinbarungen mit dem Asset-Manager beeinflusst werden.

### 2.5.4. *Sonstige Risiken*

Zusätzlich zu den oben genannten Risiken bestehen im Zusammenhang mit der Investition in einen PE-Fonds zahlreiche weitere Risiken. Ein Großteil der Risiken ist, wie bereits erwähnt, durch die anfängliche Entscheidung für einen PE-Fonds inhärent und kann aufgrund der Illiquidität der Anlagegegenstände nur durch den anfänglichen Auswahlprozess beeinflusst werden. In diesem Zusammenhang sind insbesondere ESG-Risiken bzw. etwaige Reputationsrisiken zu nennen. Ergänzend hierzu sei auch das Blind-Pool-Risiko, d.h. die Unsicherheit zum Zeitpunkt der Investitionsentscheidung in Bezug auf die im Portfolio befindlichen Unternehmen während der Investitionsphase, aufgeführt. Da sich der Fondsmanager in den gesetzten Anlagegrenzen zur Portfoliobildung bewegen muss, könnte diesbezüglich durch etwaige Nebenabreden zwischen dem Investor und dem Fondsmanager Einfluss auf das Risiko genommen werden.

## 2.6. ***Risikomanagement und regulatorische Behandlung***

### 2.6.1. *Quantitative Aspekte gemäß Säule 1 von Solvency II: Risikomessung und -Steuerung*

Das Solvency II-Regime sieht für Versicherungsunternehmen neben der qualitativen Risikobeurteilung auch eine quantitative Risikobewertung vor. Im Standardmodell werden PE-Investitionen im Marktrisikomodul berücksichtigt<sup>12</sup>. Innerhalb des Marktrisikomoduls werden PE-Investments als Aktien Typ 2 klassifiziert und mit dem entsprechenden Stress-Faktor von 49% + Symmetric Adjustment (SA) hinterlegt. Dies gilt sowohl für Direktinvestitionen in Zielunternehmen als auch grundsätzlich für Fondsinvestments. Bei Anwendung des Look Through-Ansatzes kann es für Fondsinvestments mit Leverage auf Fondsebene auch dazu kommen, dass die Solvenzkapitalanforderung, die sich aus dem Investment ergibt, mehr als 49% + SA des angesetzten Wertes für den Fonds in der Marktwertbilanz beträgt. Versicherungsunternehmen, welche ein partielles oder internes Modell verwenden,

---

<sup>12</sup> Artikel 168, Delegierte Verordnung (EU) 2015/35

können im Rahmen der Entwicklung einer angemessenen Risikomessung freier agieren. Die Datenlage von Anlagen in Aktien Typ 2 kann die Kalibrierung eines angemessenen Aktienschocks ggf. erschweren, da interne Daten nicht immer ausreichend sind und verwendete Benchmarks das Risikoprofil nicht adäquat wiedergeben<sup>13</sup>.

Im Standardmodell ist es möglich, unter Umständen einen reduzierten Stressfaktor für spezielle Kapitalanlagen im Aktien-Modul zu hinterlegen. PE-Investitionen können daher alternativ wie folgt eingestuft werden:

- i. Art. 168a<sup>14</sup> behandelt qualifizierte, nicht-börsennotierte Aktienportfolios. Hierbei kann der Aktienstress von 49% + SA auf 39% + SA reduziert werden, wenn unter anderem folgende Kriterien erfüllt sind:
  - a. es handelt sich ausschließlich um Stammaktien, die nicht an einem geregelten Markt handeln,
  - b. die betreffenden Unternehmen haben ihren Sitz in einem Land, das Mitglied des EWR ist,
  - c. mehr als 50% der Einnahmen werden in EWR- oder OECD-Währungen erwirtschaftet,
  - d. mehr als 50 % des Personals muss in einem EWR-Land/mehreren EWR-Ländern sitzen,
  - e. es wird eine Obergrenze für den durchschnittlichen, nach Buchwerten der Einzelinvestments gewichteten Betafaktor des Fonds gefordert, der auf verschiedenen Renditekennzahlen basiert.

Zusätzlich sind Bedingungen im Hinblick auf Unternehmensgröße oder Bilanzsumme zu erfüllen.

- ii. Laut Artikel 168 Abs. 6 (c)<sup>15</sup> ist es möglich, PE-Investitionen als Aktien Typ 1 zu klassifizieren, wenn das Investment ein geschlossener, nicht gehebelter alternativer Investmentfonds mit Sitz in der Union ist. Voraussetzung hierfür ist, dass der Look Through-Ansatz laut Artikel 84 auf alle Exponierungen innerhalb des Fonds angewandt werden kann. Alternativ greift diese Klassifizierung auch dann, wenn laut Artikel 168 Abs. 6 (c) (ii) der Look-Through Ansatz nicht auf alle Exponierungen innerhalb des Fonds angewandt werden kann.
- iii. Für strategische Beteiligungen ist laut Art. 171<sup>14</sup> eine Reduzierung des Stressfaktors von 49% + SA auf 22% vorgesehen, sofern das Unternehmen die entsprechenden Anforderungen nachweisen kann. Wichtige Kriterien zur Risikoeinschätzung sind:

---

<sup>13</sup> Angemessenheit der Standardformel im Rahmen des Own Risk and Solvency Assessment (ORSA), Ergebnisbericht des DAV-Ausschusses Enterprise Risk Management, Köln, 10. März 2017

<sup>14</sup> Delegierte Verordnung (EU) 2019/981

<sup>15</sup> Delegierte Verordnung (EU) 2015/35

- a. geplante Haltedauer der Beteiligung,
  - b. Bedeutung und Volatilität der jeweiligen Geschäftsbeziehung,
  - c. Liquidität der Beteiligung,
  - d. Einflussmöglichkeiten auf das Management der Beteiligung.
- iv. Mit der Erweiterung der Delegierten Verordnung im Jahr 2019<sup>16</sup> wurde mit Art. 171a eine Untergruppe von Aktieninvestitionen als Langfristige Aktieninvestitionen eingefügt, bekannt unter dem englischen Namen Long Term Equity Investments (LTEI). Ein reduzierter Stress-Faktor von 22 % auf langfristige Aktieninvestments kann dann Anwendung finden, wenn bestimmte Kriterien erfüllt sind, beispielsweise:
- a. die Haltedauer ist eindeutig festgelegt,
  - b. das Aktienportfolio ist so konzipiert, dass es einen bestimmten Teil der Verbindlichkeiten über die gesamte Laufzeit der Verpflichtung abdeckt,
  - c. das Aktienportfolio wird separat verwaltet, und entstehende Verluste aus anderen Tätigkeiten sind nicht mit diesem Portfolio zu decken („ringfenced“),
  - d. die durchschnittliche Haltedauer übersteigt 5 Jahre (ursprünglich 12 Jahre).

Insbesondere im deutschen Versicherungsmarkt wird nur wenig bis kein Gebrauch des LTEI Art. 171a gemacht, da die lokalen Aufsichtsbehörden insbesondere die beiden Begrifflichkeiten "durchschnittliche Haltedauer von 5 Jahren" und "getrennt verwaltet" (Ringfencing) sehr restriktiv interpretieren. Im kollektiven deutschen Geschäftsmodell ist es in der Regel nicht möglich, ein bestimmtes Verbindlichkeitsportfolio mit einem separaten Portfolio langfristiger Aktien zu matchen, weshalb die lokale Aufsichtsbehörde und die Versicherungsakteure die Abgrenzungsanforderungen der Unterkategorie LTEI in der Regel als nicht erfüllt ansehen. Da die Anwendbarkeit der Verbesserungen für LTEI nur auf einige länderspezifische Geschäftsmodelle beschränkt ist, werden im Rahmen der Verhandlungen zum Solvency II-Review aus einigen Ländern Erleichterungen in der Anwendung, insbesondere zum Thema Ringfencing, zur Diskussion gestellt.

Eine Anrechenbarkeit von derivativen Absicherungen zur Risikominderung („risk mitigation technique“) dürfte meist nur im Fremdwährungsrisiko praktikabel und nachweisbar sein, vgl. hierzu die Voraussetzungen an Risikominderungstechniken (u.a. im Hinblick auf rechtliche Durchsetzbarkeit, Risikoübertragung, Basisrisiken, Sicherheiten etc.) für das Standardmodell in Art. 208 ff der DVO<sup>15</sup>.

---

<sup>16</sup> Delegierte Verordnung (EU) 2019/981

Die Angemessenheit der Risikomodellierung von PE ist darzulegen, und eine Umstufung von PE aus der Risikokategorie Aktien Typ 2 im Hinblick auf die vier oben genannten Ausnahmen ist im Einzelfall zu prüfen und nachzuweisen.

### *2.6.2. Prudent Person Principle (PPP): Anlageziele Sicherheit, Rentabilität und Liquidität des Anlageportfolios*

Die Solvency II-Richtlinie<sup>17</sup> legt u. a. Regeln für die Kapitalanlage fest. Laut Artikel 132 müssen Versicherer ihre Kapitalanlagen nach dem Grundsatz der unternehmerischen Vorsicht anlegen. Als Basis dient ein eigenständig entwickelter interner Anlagekatalog, der die Anlageverordnung ersetzt und die Sicherheit, Qualität, Liquidität und Rentabilität der gesamten Kapitalanlage sicherstellt. Versicherer müssen sämtliche Kapitalanlagen entsprechend anlegen. BaFin-Verlautbarungen konkretisieren diese Bestimmungen und machen Vorgaben zu den Anlagegrundsätzen, zum Anlagekatalog und vor allem zum Risikomanagement der Kapitalanlagen (siehe dazu auch die Verweise auf der nächsten Seite). Für alle anderen Unternehmen, welche nicht der Solvency II-Richtlinie unterliegen, gilt als Maßstab bei der Kapitalanlage weiterhin die Anlageverordnung.

PE-Investments werden meist aus Rentabilitätssicht in das Anlageuniversum aufgenommen. Sie müssen natürlich den Anforderungen des internen Anlagekatalogs entsprechen. Zudem ist mit Blick auf die Anlageziele der Sicherheit und Liquidität eine angemessene Risikostreuung im Sinne einer Diversifikation zu liquiden Aktieninvestments und zur Dämpfung der Markwert-Schwankungen im Gesamtportfolio erforderlich, daher erfolgen Investitionen üblicherweise in Form von Fondsinvestments oder auch Dachfonds.

Im Rahmen des PPP ist auch sicherzustellen, dass im Falle eines möglichen Interessenkonflikts – beispielsweise bei der gleichzeitigen Ausübung verschiedener Rollen in unterschiedlichen Konzernunternehmen bei der Anlage in PE – das jeweils zuständige Versicherungsunternehmen oder das für die Verwaltung ihres Vermögensportfolios verantwortliche Unternehmen dafür sorgen, dass die Anlage im besten Interesse der Versicherungsnehmer und der Anspruchsberechtigten erfolgt.

### *2.6.3. Solvency II aus Sicht des Versicherungsunternehmens*

In der Säule 1 von Solvency II ist eine quantitative Risikobewertung von PE-Investments im Risikomodell (Marktrisiko) erforderlich. Daneben sind ggf. auch operationelle Risiken (in der Standardformel üblicherweise über einen pauschalen Faktor) in Betracht zu ziehen; grundsätzlich sind für weitere Risiken, die bei Private Equity-Investments relevant sein können, die entsprechenden Solvency II-Vorgaben angemessen zu berücksichtigen. Die ausreichende Liquidität des Unternehmens (im Hinblick auf geplante Cashflows, Sicherheitsmargen und mögliche zusätzliche Liquiditätsanforderungen z. B. für die Kollateralisierung von Derivaten) ist aus Gesamtportfolioperspektive sicherzustellen.

---

<sup>17</sup> Richtlinie 2009/138/EG

Im regelmäßigen aufsichtsrechtlichen Bericht (RSR) gemäß Artikel 308<sup>18</sup> müssen Informationen zum Risikomanagementsystem enthalten sein. Dies beinhaltet auch Informationen darüber, wie das Unternehmen seiner Verpflichtung nachkommt, alle seine Vermögenswerte nach dem Grundsatz des PPP gemäß Artikel 132<sup>17</sup> anzulegen. Wenn PE-Investitionen getätigt werden, muss sichergestellt werden, dass die Umsetzung qualitativer und prozessualer Anforderungen im Rahmen des Risikomanagements eingehalten wird. Risiken müssen angemessen erkannt (siehe dazu auch Abschnitt 2.5), bewertet, überwacht und gesteuert werden können. Dazu gehört auch die regelmäßige Berichterstattung über die Risikosituation des Portfolios (Risikomessung für Private Equity siehe z. B. Abschnitt 2.6.1). Auch müssen die Vermögenswerte so angelegt werden, dass das Versicherungsunternehmen die Mindestkapital- und Solvenzkapitalanforderungen erfüllt und gleichzeitig Sicherheit, Qualität, Liquidität und Rentabilität des gesamten Portfolios gewährleistet sind.

Prozessuale und Compliance-Anforderungen im Sinne der Säule 2 sind insbesondere auch für PE-Investments sicherzustellen, vgl. hierzu einschlägige Veröffentlichungen von EIOPA<sup>19</sup>, BaFin<sup>20</sup> sowie GDV<sup>21</sup> und im Hinblick auf Unternehmensprozesse auch den folgenden Abschnitt 2.7. Darunter fallen auch Anforderungen an die Geschäftsorganisation<sup>22</sup> wie bspw.

- Erstellung und Umsetzung von Risikomanagement-Leitlinien,
- Koordination zwischen Front- und Backoffice,
- Einhaltung von (Handels-) Limiten und Vollmachten,
- Vereinbarungen mit Transaktionspartnern,
- zeitnahe Dokumentation von Transaktionen und
- Überprüfung von Kursen und Preisen (Marktgerechtigkeitsprüfung).

Versicherungsunternehmen sind verpflichtet, laufend seitens des Risikomanagements die Auslastung der internen Limite und Anlagegrenzen zu überwachen sowie die Ausführung von Transaktionen auf deren Marktgerechtigkeit hin zu prüfen. Aufgrund der Illiquidität von PE-Investitionen ist eine Überprüfung von Wertansätzen mit mehr Aufwand verbunden als für liquide Investments (siehe hierzu auch Abschnitt 2.4). Dennoch muss das Versicherungsunternehmen sicherstellen, dass der Asset-Manager Tätigkeiten in Bezug auf das PE-Investment zu marktgerechten

---

<sup>18</sup> Delegierte Verordnung (EU) 2015/35

<sup>19</sup> Leitlinien zum Governance-System, EIOPA-BoS-14/253

<sup>20</sup> BaFin-Auslegungsentscheidung zum Grundsatz der unternehmerischen Vorsicht (Prudent Person Principle, PPP); BaFin-Erläuterungen zu Leitlinien zum Governance-System; BaFin-Rundschreiben 2/2017 (VA) – Mindestanforderungen an die Geschäftsorganisation von Versicherungsunternehmen (MaGo); BaFin-Rundschreiben 11/2017 (VA) (Kapitalanlagerundschreiben)

<sup>21</sup> Compliance in Versicherungsunternehmen, Aktualisierter Leitfaden für die Praxis, GDV, Januar 2021

<sup>22</sup> Rundschreiben 2/2017 (VA) - Mindestanforderungen an die Geschäftsorganisation von Versicherungsunternehmen (MaGo)

Konditionen durchführt. Auch ist eine Funktionstrennung mit Hinblick auf die Anlagetätigkeit und die Risikoüberwachung erforderlich.

## **2.7. Investmentprozesse**

Am Anfang des Investmentprozesses besteht zunächst eine Auseinandersetzung mit einem möglichen Investment in eine neue Anlageklasse. Hierbei muss insbesondere geprüft werden, ob und inwiefern das Investment zur strategischen Asset-Allokation (SAA), zum Geschäftsmodell und zu den organisatorischen und geschäftspolitischen Randbedingungen des Unternehmens passt. Aus der Investmentperspektive sind die Rendite und andere Faktoren wie Korrelationen, Laufzeitprofil oder Veräußerbarkeit im Kontext des Gesamtportfolios zu prüfen. Häufig ist es in dem Zusammenhang auch ratsam, den Investitionszeitpunkt und die zukünftige ökonomische Behandlung in verschiedenen Szenarien bereits im Vorfeld zu prüfen. Hinzu kommen organisatorische Aspekte wie systemtechnische Voraussetzungen und qualifiziertes Personal sowie die spezifischen Anforderungen des jeweiligen Geschäftsmodells.

Trifft man daraufhin eine positive Investitionsentscheidung, beginnt in der Regel ein Selektionsverfahren zur Managerauswahl. Dabei werden im Rahmen mehrerer Vorstellungen, sog. „Pitches“, letztlich ein oder mehrere Manager ausgewählt. Mit diesen Managern wird ein sogenannter Due Diligence-Prozess durchlaufen, bei dem der ausgewählte Manager und das von ihm angebotene Investment systematisch durchleuchtet werden. Unter anderem werden dabei die Geschäftserlaubnis der Aufsichtsbehörde des Sitzlandes/Mandats des Asset-Managers, die Anlagestrategie, der Investmentprozess, die Qualifikation der Mitarbeiter, rechtliche, vertragliche und steuerliche Rahmenbedingungen, das Risikomanagement sowie Reporting und Datenverfügbarkeit der Investments geprüft. Weitere Prüfungspunkte können ESG- oder Reputationsrisiken, die Fremdkapitalfinanzierung bei Leveraged Funds oder auch weitere Leistungsmerkmale wie die Work-out-Kompetenz des Asset-Managers sein, wenn es um Maßnahmen bzgl. Restrukturierungen oder Ausfällen innerhalb des Portfolios gehen sollte.

Im Entscheidungsprozess kann es zweckmäßig sein, eine „second opinion“ einzuholen, also eine unabhängige Stellungnahme einer (internen oder externen) Einheit, die nicht unmittelbar in den Investmentprozess involviert ist. Diese Opinion findet sich häufig auch in anderen Teilen des Investmentprozesses wie bspw. im Neue-Produkte-Prozess oder während der Investitionsphase im Vorfeld der Einzelinvestitionen.

Grundsätzliche Voraussetzung für die Investition in ein neues Investmentvehikel bzw. Finanzinstrument ist die Fähigkeit des Unternehmens, alle mit der Investition in Verbindung stehenden Prozesse innerhalb des Unternehmens aufzubauen bzw. bereits über diese zu verfügen. Diese Prüfung ist Voraussetzung für eine Investition und sollte daher vor einer Investmententscheidung angestoßen werden, da hier auch viele administrative und organisatorische Fragestellungen behandelt werden. Innerhalb dieser Betrachtung muss der gesamte Investitionszyklus durch-

laufen werden, in dem Bewertung, Identifikation und Messung der relevanten Risiken sowie Überwachung sicherzustellen sind, aber auch Exitmöglichkeiten, Rückführung und Verkauf des Fonds zu klären sind. Hinzu kommen technische und operative Anforderungen bspw. zur Abbildung im Front-/Middle-/Back-Office-System, Handelbarkeit, Verbuchung, Sicherstellung der rechtlichen, regulatorischen und steuerlichen Randbedingungen.

Um diese Voraussetzungen sicherzustellen, wird aus der regulatorischen Perspektive ein entsprechender Neue-Produkte-Prozess gefordert beziehungsweise ein Prozess für nichtalltägliche Anlagen, sofern Versicherer große oder komplexe Investments nicht regelmäßig durchführen (vgl. Leitlinie 28 im Prudent Person Principle<sup>23</sup> oder den Leitlinien zum Governance-System für Solvency II-regulierte Unternehmen<sup>24</sup>; Abschnitt B.2.2 f im Kapitalanlagerundschreiben für kleine Versicherungsunternehmen und Pensionskassen<sup>25</sup>).

Für Finanzdienstleistungsinstitute wie bspw. Portfolioverwalter oder Kapitalverwaltungsgesellschaften wird ebenfalls ein Neue-Produkte-Prozess bei nicht alltäglichen Anlagen verlangt, vgl. Abschnitt AT 8.1 in den Mindestanforderungen an das Risikomanagement (BA)<sup>26</sup>.

Nachdem alle oben genannten Anforderungen erfüllt sind, kann nun das Investment getätigt werden. Hierfür werden in der Regel Zusagen über bestimmte Volumina erteilt (Zeichnung bzw. Commitment). Dabei ist zu beachten, dass diese in der Regel bindend sind. Mögliche Kapitalabrufe (Capital Calls) dieser Commitments sind daher bereits in der Liquiditätsplanung und in der Ertragsplanung (bzgl. der Kosten für das Vorhalten der Liquidität) zu berücksichtigen. Mit der Zusage beginnt das Controlling mit dem Monitoring, ob die Beiträge wie vereinbart abgerufen werden. Über den Lebenszyklus des PE-Fonds müssen die Cashflows und die Erträge>Returns genauso beobachtet werden wie die Einhaltung von vereinbarten Anforderungen an Zielunternehmen und deren Entwicklung (KPIs). Darunter fallen beispielsweise die bereits angesprochenen Kennzahlen IRR und Multiples der Zielunternehmen, die Informationen zu Kapitalmarkteinflüssen und Wertentwicklung liefern. Hierzu ist ein sachgerechtes, zeitnahes und angemessenes Reporting einzurichten, das idealerweise bereits vor Zeichnung abgestimmt wurde. Dabei ist zu beachten, dass die Bewertungen (im Vergleich zu liquiden Assets) in der Regel mit Verzögerung (durchaus üblich sind 3 Monate) vorliegen.

Im Reporting oder darüber hinaus sollten die Investments auch regelmäßig unter Stressbedingungen beleuchtet werden. Dies lässt eine bessere Einschätzung des Risikos zu. Eingebettet wird das Reporting des Investments anschließend in das Gesamtportfolio und kann dort, gemeinsam mit den Stresstests, Abhängigkeiten zu anderen Investments zeigen. Hier können auch ggf. Maßnahmen im Portfolio-kontext wie bspw. Absicherungsstrategien umgesetzt werden.

---

<sup>23</sup> Leitlinien zum Governance-System, EIOPA-BoS-14/253

<sup>24</sup> BaFin-Erläuterungen zu Leitlinien zum Governance-System

<sup>25</sup> Rundschreiben 11/2017 (VA), BaFin (Kapitalanlagerundschreiben)

<sup>26</sup> Rundschreiben 10/2021 (BA) – MaRisk, BaFin