



Fachbereich WD 6

Kapitalanlagen der berufsständischen Versorgungswerke

Kapitalanlagen der berufsständischen Versorgungswerke

Aktenzeichen: WD 6 - 3000 - 004/25
Abschluss der Arbeit: 30. Juni 2025 (zugleich letzter Abruf der Internetquellen)
Fachbereich: WD 6: Fachbereich WD 6

Die Wissenschaftlichen Dienste des Deutschen Bundestages unterstützen die Mitglieder des Deutschen Bundestages bei ihrer mandatsbezogenen Tätigkeit. Ihre Arbeiten geben nicht die Auffassung des Deutschen Bundestages, eines seiner Organe oder der Bundestagsverwaltung wieder. Vielmehr liegen sie in der fachlichen Verantwortung der Verfasserinnen und Verfasser sowie der Fachbereichsleitung. Arbeiten der Wissenschaftlichen Dienste geben nur den zum Zeitpunkt der Erstellung des Textes aktuellen Stand wieder und stellen eine individuelle Auftragsarbeit für einen Abgeordneten des Bundestages dar. Die Arbeiten können der Geheimschutzordnung des Bundestages unterliegende, geschützte oder andere nicht zur Veröffentlichung geeignete Informationen enthalten. Eine beabsichtigte Weitergabe oder Veröffentlichung ist vorab dem jeweiligen Fachbereich anzuzeigen und nur mit Angabe der Quelle zulässig. Der Fachbereich berät über die dabei zu berücksichtigenden Fragen.

Inhaltsverzeichnis

1.	Einleitung	4
2.	Gesetzgebungskompetenz	4
3.	Regelungen der Länder	6
4.	Leitfaden der ABV	11
5.	Regelungen auf Bundesebene mit Fokus auf Private Equity	12
5.1.	Private Equity	12
5.2.	Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG)	13
5.3.	Anlageverordnung (AnlV)	14
5.3.1.	Anlageformen	14
5.3.2.	Mischungsquote	15
5.3.3.	Streuungsquote	16
5.3.4.	Öffnungsklausel, Ausnahmegenehmigungen, ausgeschlossene Anlageformen	17
5.3.5.	Währungskongruenz	17
5.3.6.	Aktuellste Änderung der Anlageverordnung	17
5.4.	BaFin-Rundschreiben	18
6.	Diskussion zu Reformen der Anlagebedingungen	19
7.	Praxis der Kapitalanlage der Versorgungswerke	20

1. Einleitung

Im System der Alterssicherung in Deutschland gehört die berufsständische Versorgung zusammen und gleichberechtigt mit der gesetzlichen Rentenversicherung und der Beamtenversorgung zur sogenannten ersten Säule der Regelsicherung. Die Mitglieder in den berufsständischen Versorgungswerken sind Ärzte, Apotheker, Architekten, Notare, Rechtsanwälte, Steuerberater bzw. Steuerbevollmächtigte, Tierärzte, Wirtschaftsprüfer und vereidigte Buchprüfer, Zahnärzte sowie selbständige Ingenieure und Psychotherapeuten. Es gibt insgesamt 91 Versorgungswerke, die zusammen mehr als 1 Mio. Mitglieder haben.¹ Die Interessen dieser Einrichtungen werden von der Arbeitsgemeinschaft berufsständischer Versorgungseinrichtungen e.V. (ABV) vertreten.²

Im Folgenden werden die gesetzlichen und außergesetzlichen Rahmenbedingungen für die Kapitalanlagen der berufsständischen Versorgungswerke (3. bis 5.), Reformdiskussionen (6.) sowie die Praxis der Kapitalanlagen (7.) dargestellt.

2. Gesetzgebungskompetenz

Je Bundesland oder Kammerbezirk existiert für jeden Berufsstand in der Regel ein Versorgungswerk. Manche Berufsstände haben sich auch in einem Versorgungswerk zusammengeschlossen oder einem berufsständischen Versorgungswerk eines anderen Bundeslandes angeschlossen. Die Mitglieder der Versorgungswerke wählen die Delegierten zu den Kammer- beziehungsweise Vertreterversammlungen, deren Aufgabe es ist, über die Beiträge und Leistungen zu beschließen und ihrerseits die Mitglieder der zur Geschäftsführung und Aufsicht befugten Organe des Versorgungswerkes (Vorstand und Aufsichtsausschuss), zu wählen. Rechtsgrundlage ist eine entsprechende Ermächtigung im Kammergesetz des jeweiligen Bundeslands oder ein Landesgesetz, wie etwa das Rechtsanwaltsversorgungsgesetz.³

Die Länder haben das Recht der Gesetzgebung, soweit das Grundgesetz (GG) nicht dem Bund Gesetzgebungsbefugnisse verleiht (Art. 70 Abs. 1 GG). Im Bereich der konkurrierenden Gesetzgebung haben die Länder die Befugnis zur Gesetzgebung, solange und soweit der Bund von seiner Gesetzgebungszuständigkeit nicht durch Gesetz Gebrauch gemacht hat (Art. 72 Abs. 1 GG). Die konkurrierende Gesetzgebung erstreckt sich auf die in Art. 74 GG aufgezählten Gebiete.

In der Rechtsprechung ist anerkannt, dass der Bereich der berufsständischen Versorgung der Gesetzgebungskompetenz der Länder unterliegt.⁴ In diesem Zusammenhang ist indes **umstritten**, ob

1 Internetseite der Arbeitsgemeinschaft berufsständischer Versorgungseinrichtungen e. V. (ABV), abrufbar unter: <https://abv.de/daten-und-fakten.html>.

2 Dommermuth, in DATEV magazin, 27. März 2024, Sonderweg der Altersversorgung, im Internet abrufbar unter: <https://www.datev-magazin.de/praxis/arbeit-soziales/sonderweg-der-altersversorgung-121487>.

3 Dommermuth, in DATEV magazin, 27. März 2024, Sonderweg der Altersversorgung, im Internet abrufbar unter: <https://www.datev-magazin.de/praxis/arbeit-soziales/sonderweg-der-altersversorgung-121487>.

4 VG Sigmaringen, Urteil vom 23. November 2009 – 8 K 1232/07 –, Rn. 42 (juris) m.w.N.

sich diese direkt aus **Art. 70 Abs. 1 GG (grundsätzliche Rechtsetzungskompetenz der Länder)** oder aus **Art. 72 Abs. 1 in Verbindung mit Art. 74 GG (konkurrierende Gesetzgebung)** ergibt.⁵

Das **Bundesverfassungsgericht (BVerfG)** hat in einem Beschluss aus dem Jahr 1961 zur landesrechtlichen Einführung einer Pflichtaltersversorgung für freiberuflich tätige Ärzte betont, dass an der Gesetzgebungszuständigkeit des Landes nicht zu zweifeln sei. Rechne man die Pflichtversorgung für freie Berufe zum Sachgebiet "Sozialversicherung" im Sinne des Art. 74 Abs. 1 Nr. 12 GG, so sei das Land zuständig, weil der Bund dieses Gebiet nicht abschließend geregelt habe. Handele es sich dagegen um eine öffentlich-rechtliche Versicherung "eigener Art", so ergebe sich die Zuständigkeit des Landesgesetzgebers - mangels Bundeskompetenz - aus dem Grundsatz des Art. 70 GG.⁶ In einer Entscheidung aus dem Jahr 1989 hat das BVerfG die Gesetzgebungszuständigkeit eines Landes zum Erlass eines Rechtsanwaltsversorgungsgesetzes aus Art. 70 GG abgeleitet.⁷

Auch nach der **verwaltungsgerichtlichen Rechtsprechung** sind die Länder für den Erlass entsprechender Versorgungsgesetze zuständig. Gemäß einer Entscheidung des Bundesverwaltungsgerichts (BVerwG) aus dem Jahr 1994 zur Rechtsanwaltsversorgung könne dahinstehen, ob diese eine öffentlich-rechtliche Versicherung "eigener Art" sei, die mangels Zuweisung an den Bundesgesetzgeber nach Art. 70 GG in die Landeskompetenz falle, oder ob es sich um einen Gegenstand der konkurrierenden Gesetzgebung (Sozialversicherungsrecht im Sinne von Art. 74 Abs. 1 Nr. 12 GG, Recht der Rechtsanwaltschaft im Sinne von Art. 74 Abs. 1 Nr. 1 GG) handele. Auch die Annahme einer konkurrierenden Gesetzgebung führe zu keinem anderen Ergebnis. So sei in der Rechtsprechung geklärt, dass der Bundesgesetzgeber namentlich auf dem Gebiet der Sozialversicherung von seiner Kompetenz nicht abschließend Gebrauch gemacht habe, sondern vom (weiteren) Bestehen landesrechtlich geregelter berufsständischer Versorgungswerke ausgehe (so zum Beispiel in § 6 Abs. 1 Nr. 1 SGB VI⁸, wonach Angestellte und selbständig Tätige unter bestimmten Voraussetzungen Anspruch auf Befreiung von der Rentenversicherungspflicht haben, wenn sie Pflichtmitglieder einer berufsständischen Versorgungseinrichtung sind). Bei der gesetzlichen Rentenversicherung und dem berufsständischen Versorgungsrecht handele es sich mithin um selbständig nebeneinander stehende Rechtsmaterien.⁹

5 Kemmler, in: Ruland/Becker/Axer, Sozialrechtshandbuch, 7. Auflage, 2022, § 22, Rn.7.

6 BVerfG, Beschluss vom 2. Mai 1961 – 1 BvR 203/53 –, Rn. 22 (juris).

7 BVerfG, Kammerbeschluss vom 4. April 1989 – 1 BvR 685/88 –, Rn. 3. So auch Hessischer VGH, Urteil vom 16. März 1993 – 11 UE 895/91 –, Rn. 35 (jeweils juris), wonach die Gesetzgebungszuständigkeit des Landes Hessen zum Erlass des Hessischen Rechtsanwaltsversorgungsgesetzes aus Art.70 GG folge.

8 Sechstes Buch Sozialgesetzbuch – Gesetzliche Rentenversicherung – in der Fassung der Bekanntmachung vom 19. Februar 2002 (BGBl. I S. 754, 1404, 3384), das zuletzt durch Artikel 11 des Gesetzes vom 18. Dezember 2024 (BGBl. 2024 I Nr. 423) geändert worden ist.

9 BVerwG, Beschluss vom 21. Februar 1994 – 1 B 19/93 –, Rn. 5. Sächsisches OVG, Urteil vom 25. Mai 2010 – 4 A 289/09 –, Rn. 34; VGH Baden-Württemberg, Urteil vom 16. November 1999 – 9 S 2176/98 –, Rn. 27, (jeweils juris). Siehe auch BVerwG, Urteil vom 25. Juli 2007 – 6 C 27/06 –, Rn. 35 (juris): „*Es sprechen bereits gewichtige Gründe dafür, dass der Bundesgesetzgeber keine Gesetzgebungsbefugnis dazu hat, Bestimmungen mit Auswirkung auf die Leistungen eines Versorgungswerks der Angehörigen eines freien Berufes zu erlassen.*“

Auch in der **Literatur** sind unterschiedliche Auffassungen hinsichtlich der Zuordnung der Gesetzgebungskompetenz zu finden. So wird einerseits vertreten, dass die Versorgungswerke als öffentlich-rechtliche Pflichtversorgungseinrichtungen "eigener Art" klar abgegrenzt von den anderen Versorgungssystemen seien und auf landesgesetzlichen Rechtsgrundlagen im Rahmen der ausschließlichen Gesetzgebungskompetenz der Bundesländer nach Art. 70 GG beruhten.¹⁰ Nach anderer Auffassung zähle das Recht der berufsständischen Versorgungswerke eher zum weit gefassten verfassungsgerichtlichen Begriff der Sozialversicherung im Sinne von Art. 74 Abs.1 Nr. 12 GG und mithin zum Bereich der konkurrierenden Gesetzgebung.¹¹ Des Weiteren wird vertreten, dass die berufsständische Versorgung im Lichte ihrer ausschließlichen Anknüpfung an bestimmte Berufsgruppen von der jeweiligen Gesetzgebungskompetenz für das Berufsrecht erfasst werde, die insofern Vorrang genieße (zum Beispiel Zuordnung der Anwaltsversorgung zur konkurrierenden Gesetzgebungskompetenz für die Rechtsanwaltschaft im Sinne von Art. 74 Abs. 1 Nr. 1 GG).¹² Aber auch die Auffassungen, die die berufsständische Versorgung der konkurrierenden Gesetzgebungskompetenz zuordnen, lassen keinen Zweifel an der Zuständigkeit der Länder erkennen, da der Bund diese Materie nicht abschließend geregelt hat.

3. Regelungen der Länder

Die soziale Versorgung der kammerfähigen freien Berufe ist mithin der Gesetzgebungskompetenz der Bundesländer überlassen. Dementsprechend regeln diese die rechtlichen Grundlagen für die Gründung und Ausgestaltung der berufsständischen Versorgungswerke.¹³

Dabei werden die Rechtsgrundlagen für die Errichtung dieser öffentlich-rechtlichen Versorgungseinrichtungen, soweit sie als eigenständige juristische Personen des öffentlichen Rechts organisiert sind, im jeweiligen Errichtungsgesetz geschaffen.¹⁴ So wurde beispielsweise das

-
- 10 Dankelmann in: Schlegel/Voelzke, jurisPK-SGB VI, 3. Aufl., § 6 SGB VI (Stand: 16.05.2025), Rn. 84; Arbeitsgemeinschaft berufsständischer Versorgungseinrichtungen e. V. (ABV), im Internet abrufbar unter: <https://www.abv.de/berufsstaendische-versorgungswerke.html#:~:text=Als%20%C3%B6ffentlich%2Drechtliche%20Pflichtversorgungseinrichtungen%20%22eigener,70%20Grundgesetz>; Dommermuth, Sonderweg der Altersversorgung, DATEV magazin 27. März 2024, im Internet abrufbar unter: <https://www.datev-magazin.de/praxis/arbeit-soziales/sonderweg-der-altersversorgung-121487>; Roth, Berufsständische Versorgung und Befreiungstatbestände in der gesetzlichen Rentenversicherung, Informationen der Regionalträger der Deutschen Rentenversicherung in Bayern 02/2014, Seite 2.
- 11 Axer, in: Kahl/Waldhoff/Walter, Bonner Kommentar zum Grundgesetz, 228. Lieferung, 2/2025, Art. 74 GG, Rn. 74; Oeter/Münkler, in: Huber/Voßkuhle, 8. Aufl. 2024, GG Art. 74 Rn. 106; Kment, in: Jarass/Pieroth, 18. Aufl. 2024, GG Art. 74 Rn. 36. Siehe auch Debelius, Einheitliche Altersversorgung von Angestellten, Beamten und Freiberuflern: rechtsgeschichtliche Darstellung und verfassungsrechtliche Analyse, Dissertation, 2021, Seite 325. A.A. Seiler, in: BeckOK GG, 61. Ed. 15.3.2025, GG Art. 74 Rn. 52.4: „Nicht erfasst sind [...] berufsständische Versorgungswerke (BVerwG NJW 2008, 246 (249); obiter dictum)“; v. Roetteken, NVwZ 2008, 615.
- 12 Uhle, in: Dürig/Herzog/Scholz, 106. EL Oktober 2024, GG Art. 74 Rn. 310 Degenhart, in: Sachs, 10. Aufl. 2024, GG Art. 74 Rn. 58.
- 13 Roth, Berufsständische Versorgung und Befreiungstatbestände in der gesetzlichen Rentenversicherung, Informationen der Regionalträger der Deutschen Rentenversicherung in Bayern 02/2014, Seite 2.
- 14 Kemmler, in: Ruland/Becker/Axer, Sozialrechtshandbuch, 7. Auflage, 2022, § 22, Rn.6.

Versorgungswerk der Rechtsanwälte im Lande Nordrhein-Westfalen im Jahr 1984 auf der Grundlage des Gesetzes über die Rechtsanwaltsversorgung (RAVG NW) als Körperschaft des öffentlichen Rechts gegründet. Soweit diese als unselbstständige Einrichtungen der Berufskammern gebildet werden, finden sich die Ermächtigungsgrundlagen in den Kammergesetzen (z.B. Heilberufekammergesetz Schleswig-Holstein).¹⁵

Die **versicherungsaufsichtsrechtlichen Anforderungen** an die Kapitalanlagen der Versorgungswerke ergeben sich ebenfalls aus **landesrechtlichen Vorschriften**. Diese verweisen üblicherweise auf die vom Bundesministerium der Finanzen (BMF) erlassene Verordnung über die Anlage des Sicherungsvermögens von Pensionskassen, Sterbekassen und kleinen Versicherungsunternehmen (Anlageverordnung - AnlV)¹⁶. Allerdings weisen die jeweiligen Landesrechte Unterschiede auf: Teilweise enthalten die einschlägigen Bestimmungen statische Verweisungen auf bestimmte Fassungen des Versicherungsaufsichtsgesetzes (VAG)¹⁷ und der AnlV, teilweise sind derartige Verweisungen dynamisch ausgestaltet. Zudem unterliegen die betreffenden Versorgungswerke nicht der Beaufsichtigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), sondern der durch die Landesbehörden. Die Rechtsaufsicht wird in der Regel von der Behörde/dem Ministerium, das die Aufsicht über die Kammer führt, ausgeübt. Die **Versicherungsaufsicht** führt die Versicherungsaufsichtsbehörde des jeweiligen Landes (**Wirtschafts- oder Finanzministerium des jeweiligen Landes**). Es besteht keine zwingende Übereinstimmung von BaFin-Praxis und Verwaltungspraxis der zuständigen Landesaufsichtsbehörden. Die Landesbehörden orientieren sich jedoch in der Regel an den einschlägigen Verlautbarungen der BaFin.¹⁸

Als Beispiel für landesrechtliche Vorgaben zu den Kapitalanlagen wird im Folgenden der **Rechtsrahmen für die Versorgungswerke im Land Nordrhein-Westfalen** dargestellt.

Gemäß § 3 Abs. 1 des Gesetzes über die Beaufsichtigung der Versicherungsunternehmen und der Versorgungswerke der Freien Berufe im Land Nordrhein-Westfalen (Landesversicherungsaufsichtsgesetz - VAG NRW) unterstehen die „*Versorgungswerke [...] der Aufsicht des Landes, die als allgemeine Körperschaftsaufsicht und als Versicherungsaufsicht durch das für Finanzen zuständige Ministerium ausgeübt wird. Die allgemeine Körperschaftsaufsicht wird im Benehmen mit dem zuständigen Fachministerium ausgeübt.*“

Gemäß § 3 Abs. 2 VAG NRW ist „*Gegenstand der Versicherungsaufsicht [...] die Überwachung der ordnungsgemäßen Durchführung des Geschäftsbetriebs der Versorgungswerke und die*

15 Kemmler, in: Ruland/Becker/Axer, Sozialrechtshandbuch, 7. Auflage, 2022, § 22, Rn.6.

16 Anlageverordnung vom 18. April 2016 (BGBl. I S. 769), die zuletzt durch Artikel 1 der Verordnung vom 31. Januar 2025 (BGBl. 2025 I Nr. 31) geändert worden ist.

17 Versicherungsaufsichtsgesetz vom 1. April 2015 (BGBl. I S. 434), das zuletzt durch Artikel 11 des Gesetzes vom 27. Dezember 2024 (BGBl. 2024 I Nr. 438) geändert worden ist.

18 Bärenz und Steinmüller, Verschärfung der Anforderungen an Kapitalanlagen von Pensionskassen und Versorgungswerken bei Beteiligungen an geschlossenen Fonds, Recht der Finanzinstrumente 2/2017, Seite 124; Arbeitsgemeinschaft berufsständischer Versorgungseinrichtungen e. V. (ABV), im Internet abrufbar unter: <https://www.abv.de/aufsicht.html>; Dommermuth, Sonderweg der Altersversorgung, DATEV magazin 27. März 2024, im Internet abrufbar unter: <https://www.datev-magazin.de/praxis/arbeit-soziales/sonderweg-der-altersversorgung-121487>.

*ausreichende Wahrung der Belange der Mitglieder. Zu diesem Zweck hat die Versicherungsaufsicht darauf zu achten, dass die Versorgungswerke jederzeit in der Lage sind, ihre Verpflichtungen gegenüber den Mitgliedern zu erfüllen, dass sie ausreichende versicherungstechnische Rücklagen bilden, ihr Vermögen in entsprechend geeignete Vermögenswerte anlegen, die kaufmännischen Grundsätze hinsichtlich Verwaltung, Rechnungslegung und Kontrolle einhalten, eine ausreichende Kapitalausstattung vorhalten und die Grundlagen ihres Geschäftsplans erfüllen. Zur Erreichung dieser Aufsichtsziele hat das für Finanzen zuständige Ministerium eine **Rechtsverordnung** zu erlassen, die die nähere inhaltliche Ausgestaltung dieser Geschäftsführungs- und Aufsichtsgrundsätze der Versorgungswerke regelt, insbesondere Bestimmungen enthält,*

- zu den Grundlagen des Geschäftsbetriebs,*
- zur Kapitalausstattung,*
- **zur Vermögensanlage,***
- zur Rechnungslegung und Berichterstattung,*
- zur Jahresabschlussprüfung und*
- zu den Aufsichtsbefugnissen.“*

Die auf dieser Ermächtigung beruhende Verordnung über die Beaufsichtigung der Versicherungsunternehmen und der Versorgungswerke der Freien Berufe in Nordrhein-Westfalen (VersAufsVO NRW) regelt in § 7 VersAufsVO NRW die Kapitalanlage der Versorgungswerke. Danach sind *„die Bestände des Sicherungsvermögens [...] so anzulegen, dass möglichst große Sicherheit und Rentabilität bei jederzeitiger Liquidität des Versorgungswerks unter Wahrung angemessener Mischung und Streuung erreicht wird. Zur Absicherung von Kurs- und Zinsänderungsrisiken sowohl bei bereits vorhandenen Vermögenswerten wie auch bei noch zu erwerbenden Wertpapieren, oder soweit aus vorhandenen Wertpapieren ein zusätzlicher Ertrag erzielt werden soll - ohne dass bei Erfüllung von Lieferverpflichtungen eine Unterdeckung des Sicherungsvermögens eintreten kann -, ist der Einsatz von Termingeschäften, Optionen und ähnlichen Finanzinstrumenten gestattet. Eine Nachschusspflicht darf hierdurch nicht entstehen. Die Aufnahme von Fremdmitteln ist grundsätzlich nicht zulässig. **Art und Umfang der zulässigen Anlage des Sicherungsvermögens ergeben sich aus § 215 Absatz 1 und 2 sowie § 47 Nummern 11 und 12 des Versicherungsaufsichtsgesetzes und den §§ 2 bis 6 der Anlageverordnung vom 20. Dezember 2001 (BGBl. I S. 3913), die durch Artikel 3 Absatz 2 Nummer 4 der Verordnung vom 1. April 2015 (BGBl. I S. 434) aufgehoben worden ist. Die Aufsichtsbehörde kann Abweichungen zulassen. Die Versorgungswerke haben über ihre gesamten Vermögensanlagen, aufgegliedert in Neuanlagen und Bestände, in den von der Aufsichtsbehörde festzulegenden Formen und Fristen zu berichten.“***

Hierbei handelt es sich um eine sogenannte **statische Verweisung**¹⁹ auf bestimmte Fassungen des Versicherungsaufsichtsgesetzes (VAG) und der Anlageverordnung (AnlV) des Bundes. Solche statischen Verweisungen finden sich auch in anderen Bundesländern, wie zum Beispiel in Bayern. Dort ist in § 9 Abs. 1 der Verordnung zur Durchführung des Gesetzes über das öffentliche Versorgungswesen (DVVersoG) geregelt, dass „*bei der Anlage des gebundenen Vermögens der Versorgungsanstalten die für die Anlage des Sicherungsvermögens von Pensionskassen zu beachtenden Vorschriften der **Anlageverordnung (AnlV) in der am 1. April 2019 geltenden Fassung mit Ausnahme des § 1 Abs. 2 AnlV entsprechend [gelten]. § 15 Abs. 1 Satz 2 bis 4 des Versicherungsaufsichtsgesetzes (VAG) in der am 1. Februar 2018 geltenden Fassung gilt entsprechend.***“

Demgegenüber haben manche Bundesländer sogenannte **dynamische Verweisungen**²⁰ auf die jeweils aktuelle Fassung des VAG und der AnlV in ihre landesrechtlichen Regelungen aufgenommen. So ergeben sich gemäß § 5 Abs. 2 des **Sächsischen Versicherungsaufsichtsgesetzes** „*Art und Umfang der zulässigen Anlage des gebundenen Vermögens [...] aus den in der Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen (Anlageverordnung – AnlV) vom 20. Dezember 2001 (BGBl. I S. 3913), zuletzt geändert durch Artikel 13 des Gesetzes vom 22. Mai 2005 (BGBl. I S. 1373, 1391), in der jeweils geltenden Fassung, genannten Kapitalanlageformen und deren jeweiligen Höchstsätzen. Die **Versicherungsaufsichtsbehörde kann abweichende Regelungen [...] treffen**, soweit dies für die besonderen Belange des Versorgungswerkes erforderlich erscheint.*“ Ein weiteres Beispiel für eine dynamische Verweisung ist § 3 Abs. 2 der Verordnung über die Grundsätze der Versicherungsaufsicht betreffend die berufsständischen Versorgungswerke der Heilberufe im Land Berlin (Heilberufsversorgungswerks-Aufsichtsverordnung - VersWerkVO Berlin). Danach ergeben sich „*Art und Umfang der zulässigen Anlage des gebundenen Vermögens [...] aus § 54 Abs. 1 und 2 des Versicherungsaufsichtsgesetzes in der Fassung vom 17. Dezember 1992 (BGBl. 1993 I S. 2), zuletzt geändert durch Artikel 1 des Gesetzes vom 28. Mai 2007 (BGBl. I S. 923), in der jeweils geltenden Fassung und der entsprechend anzuwendenden Anlageverordnung vom 20. Dezember 2001 (BGBl. I S. 3913), zuletzt geändert durch Artikel 13 des Gesetzes vom 22. Mai 2005 (BGBl. I S. 1373), in der jeweils geltenden Fassung.*“ Ein weiteres Beispiel für eine dynamische Verweisung findet sich in § 7 Abs. 9 Hamburgisches Kammergesetz für die Heilberufe (HmbKGGH), wonach „*das Sicherungsvermögen der Versorgungswerke [...] gemäß den Anlagegrundsätzen nach § 215 des Versicherungsaufsichtsgesetzes vom 1. April 2015 (BGBl. I S. 434), zuletzt geändert am 26. Juli 2016 (BGBl. I S. 1824, 1835), in der jeweils geltenden Fassung in Verbindung mit der Anlageverordnung vom 18. April 2016 (BGBl. I S. 769) in der jeweils geltenden Fassung anzulegen [ist].*“

Die Landesgesetze und -verordnungen können auch **Ausnahmeregelungen durch die jeweiligen Aufsichtsbehörden** vorsehen („Aufsichtsbehörde kann Abweichungen zulassen“). Dies ist neben den vorgenannten Beispielen aus Nordrhein-Westfalen und Sachsen zum Beispiel auch im

19 Die statische oder starre Verweisung bezieht sich auf die Fassung eines Textes zu einem bestimmten Zeitpunkt oder während eines bestimmten Zeitraums. In der Regel wird dies die Fassung sein, die bei Inkrafttreten der Ausgangsnorm gilt. Vgl. BMJ, Handbuch der Rechtsförmlichkeit, 3. Auflage, Teil B, Ziff. 4 Rn. 239.

20 Man spricht von dynamischer oder gleitender Verweisung, wenn der Normgeber in seiner Ausgangsnorm auch die künftige Entwicklung einer Bezugsnorm im Blick hatte und sich deshalb auf die jeweils aktuelle Fassung eines Textes bezogen hat. Eine Verweisung wird durch den Formulierungszusatz „in der jeweils geltenden Fassung“ regelmäßig zu einer gleitenden oder dynamischen Verweisung. Vgl. BMJ, Handbuch der Rechtsförmlichkeit, 3. Auflage, Teil B, Ziff. 4 Rn. 243.

Saarland der Fall. Dort ist in § 3 Abs. 2 der Verordnung zu den Grundsätzen der Versicherungsaufsicht über die berufsständischen Versorgungswerke der Freien Berufe im Saarland (Versorgungswerkeverordnung - VersWerkVO Saarland) geregelt, dass sich „*Art und Umfang der zulässigen Anlage des gebundenen Vermögens [...] aus § 54 Absatz 1 und 2 sowie Absatz 4 und 5 des Versicherungsaufsichtsgesetzes in Fassung der Bekanntmachung vom 17. Dezember 1992 (BGBl. I 1993 S. 2), zuletzt geändert durch Art. 10 des Gesetzes vom 15. März 2012 (BGBl. I S. 462), und den §§ 2 bis 6 der Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen (Anlageverordnung - AnlV) vom 20. Dezember 2001 (BGBl. I S. 3913), zuletzt geändert durch Artikel 1 der Verordnung vom 11. Februar 2011 (BGBl. I S. 250), [ergeben]. Die Versicherungsaufsichtsbehörde kann Abweichungen zulassen.*“ So hat beispielsweise das Land Nordrhein-Westfalen im Frühjahr 2021 per Erlass eine zusätzliche Infrastrukturquote von 5 Prozent eingeführt (entsprechende Investments konnten bei Erfüllung der im Erlass genannten Voraussetzungen aus der Risikokapitalanlagenquote gemäß der AnlV herausgenommen werden).²¹ Hieraus folgt, dass auch die Richtlinien und die Verwaltungspraxis der Aufsichtsbehörden der Länder den Rechtsrahmen für die Kapitalanlage der Versorgungswerke modifizieren bzw. konkretisieren können.

Die detaillierte Ausgestaltung der berufsständischen Versorgung erfolgt auf der Regelungsebene der **Satzung**, die die Versorgungswerke als Selbstverwaltungseinheiten autonom als materielles Recht erlassen. Diesbezüglich kommen den Versorgungswerken weitreichende materielle Rechtssetzungsbefugnisse zu, die neben der Organisation des jeweiligen Versorgungswerks insbesondere die Themen Mitgliedschaft, Beiträge und Leistungen sowie das Finanzierungsverfahren umfassen.²² Die materielle Rechtssetzungsbefugnis für die Satzungen beruht auf formell-gesetzlicher Grundlage im jeweiligen Landesrecht.²³

Die Satzungen der einzelnen Versorgungswerke beinhalten **ebenfalls Vorgaben für die Kapitalanlagen** (Rechtsgrundlage hierfür sind in der Regel die jeweiligen Kammer- oder Aufsichtsgesetze). Diese verweisen in der Regel auf die entsprechenden Aufsichtsgesetze und -verordnungen des jeweiligen Landes beziehungsweise unter Berücksichtigung des jeweiligen Landesrechts direkt auf das Versicherungsaufsichtsgesetz und die Anlageverordnung des Bundes. So ist beispielsweise gemäß § 36 Abs. 3 der Satzung des Versorgungswerkes der Rechtsanwälte im Land Nordrhein-Westfalen „*das Vermögen des Versorgungswerkes [...], soweit es nicht zur Deckung der laufenden Ausgaben bereitzuhalten ist, entsprechend den Bestimmungen des Gesetzes über die Beaufsichtigung der Versicherungsunternehmen und der Versorgungswerke der Freien Berufe im Lande Nordrhein-Westfalen (VAG NRW) und der dazu erlassenen Verordnung über die Beaufsichtigung der Versicherungsunternehmen und der Versorgungswerke der Freien Berufe in Nordrhein-Westfalen (VersAufsVO NRW) sowie den hierzu erlassenen Richtlinien der*

21 Private Equity Magazin, 1. Oktober 2021, Infrastrukturquote – Neue Regelung schafft attraktive Anlagemöglichkeiten für Versorgungswerke, im Internet abrufbar unter: <https://www.pe-magazin.de/infrastrukturquote-neue-regelung-schafft-attraktive-anlagemoglichkeiten-fuer-versorgungswerke/#gref>.

22 Rahe/von Plettenberg, Berufsständische Versorgungswerke im System der Altersversorgung in Deutschland, Soziale Sicherung Selbstständiger, S. 113, 114.

23 Kemmler, in: Ruland/Becker/Axer, Sozialrechtshandbuch, 7. Auflage, 2022, § 22, Rn.7.

Versicherungsaufsichtsbehörde anzulegen.“ Ein Beispiel für einen direkten Verweis auf Bundesrecht ist § 37 Abs. 3 des Versorgungsstatuts der Ärztekammer Hamburg, wonach *„das Sicherungsvermögen gemäß den Anlagegrundsätzen nach § 215 VAG in Verbindung mit der Anlageverordnung vom 18. April 2016 (BGBl. I S. 769) in der jeweils geltenden Fassung anzulegen [ist].“* Die Satzungen der Kammern und Versorgungswerke bedürfen in der Regel der Genehmigung der jeweiligen Aufsichtsbehörde (zum Beispiel gemäß § 3 Abs. 3 Landesversicherungsaufsichtsgesetz NRW oder § 57 Hamburgisches Kammergesetz für die Heilberufe).

Die föderale Gliederung führt mithin dazu, dass sich die Rechte und Pflichten der Versorgungswerke über die Länder hinweg teils erheblich unterscheiden können. Dabei unterliegen sie hinsichtlich der Kapitalanlage im Wesentlichen der AnlV. Laut der Arbeitsgemeinschaft Berufsständischer Versorgungswerke e.V. (ABV) handele es sich hierbei um die *„Kernregulierung in nahezu allen Bundesländern für die Versorgungswerke“*.²⁴ Im Detail können sich aber – wie dargestellt – Abweichungen aus den jeweiligen Gesetzen, Verordnungen und Richtlinien der Länder sowie aus den Verwaltungsentscheidungen der Aufsichtsbehörden (zum Beispiel Ausnahmegenehmigungen) ergeben.

4. Leitfaden der ABV

Die ABV²⁵ hat allgemeine Regelungen für ihre Mitglieder aufgestellt, die Vorgaben für die Kapitalanlagen und das Risikomanagement der Mitglieder enthalten (**Leitfaden „Risikomanagement“**). Diese Leitplanken dienen dem Schutz von Kapitalanlagen und sollen verhindern, dass Fehlinvestitionen hinsichtlich Selektion, Mischung und Umfang getätigt werden. Auch wenn die 91 Mitglieder rechtlich nicht verpflichtet sind diese Normen einzuhalten, richten sich die meisten Mitglieder nach ihnen oder haben mit der jeweiligen Aufsicht abgestimmte Regelungen. Eine etwaige Kontrolle der Anlagestrategien oder konkreten Anlagen durch die ABV ist indes nicht möglich.

Der Leitfaden „Risikomanagement“ ist intern für die Versorgungswerke bestimmt und nicht veröffentlicht. Die ABV weist darauf hin, dass der Leitfaden unter anderem Risikokennziffern für die Anlagekategorien nach der AnlV und damit auch die Höhe der nötigen Eigenmittel eines Versorgungswerks festlege. Zudem werde geregelt, ob und wie häufig eine Asset-Liability-Management-Studie (ALM-Studie) durchgeführt werde oder wie das Anlagemanagement aufgebaut sei. Im Jahr 2020 sei das Managen von ESG-Risiken hinzugefügt worden. Der Leitfaden werde kontinuierlich fortentwickelt und mit den Aufsichtsbehörden abgestimmt. Er „flankierte“ die AnlV, sei aber **nicht rechtsverbindlich**. Die zuständigen Aufsichtsbehörden hätten aber die Möglichkeit, ihn über einen Erlass verbindlich umsetzen. Dies sei zuletzt in Nordrhein-Westfalen geschehen. Dort

24 Daum, Deutsche Pensions- & Investmentnachrichten (dpn), 15.11.2023, Versorgungswerke auf regulatorischen Sonderwegen, im Internet abrufbar unter: <https://www.dpn-online.com/news/versorgungswerke/versorgungswerke-auf-regulatorischen-sonderwegen-129777/>.

25 Die ABV – Arbeitsgemeinschaft berufsständischer Versorgungseinrichtungen e. V. ist die Spitzenorganisation der 91 auf Landesrecht beruhenden öffentlich-rechtlichen Pflichtversorgungseinrichtungen der Angehörigen der verkammerten Freien Berufe. Aufgabe und Ziele der ABV sind es, die gemeinsamen Interessen ihrer Mitglieder zu wahren, zu fördern und zu vertreten.

habe man den im Jahr 2020 aktualisierten Leitfaden – verändert um ein paar Punkte – umgesetzt.²⁶

Neben diesen Leitplanken biete die ABV ihren Mitgliedern auch einen Stresstest, ein Konzept für ALM-Studien sowie Fortbildungsveranstaltungen für ehrenamtliche Gremienmitglieder und hauptamtliche Beschäftigte an, insbesondere in den Bereichen der professionellen Kapitalanlage, die eine Qualifizierung oder Weiterqualifizierung hinsichtlich wesentlicher Kenntnisse der Finanz- und Anlagepolitik ermöglichen. So würden Instrumente wie Stresstests zunehmend in der Aufsichtspraxis berücksichtigt. Verantwortlich hierfür seien die gestiegenen Anforderungen an das Kapitalanlagemanagement vor dem Hintergrund des herausfordernden Kapitalmarktumfelds. Auch der "ABV-Leitfaden-Risikomanagement" sehe die Durchführung von Stresstests als ein Instrument im Rahmen der Anforderungen an das Kapitalanlagemanagement vor. Der Stresstest sei eine von verschiedenen Möglichkeiten, um Aussagen über die Risikotragfähigkeit und die Angemessenheit der Asset Allocation eines Versorgungswerks zu treffen.

Nach Auskunft der ABV würden in dem Leitfaden „Risikomanagement“ die Investments in Private Equity der höchsten Risikoklasse zugeordnet und dementsprechend hohe Anforderungen an derartige Kapitalanlagen gestellt. Auch fordere der Leitfaden eine höhere Eigenmittelunterlegung entsprechend der Risikoeinstufung. Seitens der ABV werde in den Arbeitspapieren empfohlen, bei Investments in Private Equity grundsätzlich eine regelmäßige ALM-Studie vorzunehmen.²⁷

5. Regelungen auf Bundesebene mit Fokus auf Private Equity

5.1. Private Equity

Private Equity (PE) Investitionen sind Direktinvestition in Unternehmen. Es handelt sich um privates Beteiligungskapital (equity), das in nicht öffentlich an einer Börse gelistete Unternehmen (private) investiert wird. Überwiegend werden diese Investitionen von spezialisierten Unternehmen (Private-Equity-Fonds) durchgeführt.²⁸

26 Ein vollständiger Überblick über die Bundesländer, in denen die Leitfäden bzw. Teile der Leitfäden per Erlass für rechtsverbindlich erklärt wurden, liegt der ABV nicht vor.

27 Auskunft der Arbeitsgemeinschaft berufsständischer Versorgungseinrichtungen e. V. (ABV) sowie Pressemitteilung der ABV, Presseberichte: Irritationen über Investitionsverluste einzelner Versorgungswerke – Information der ABV –, im Internet abrufbar unter: <https://www.abv.de/aktuell.html>. Daum, Deutsche Pensions- & Investmentnachrichten (dpm), 15.11.2023, Versorgungswerke auf regulatorischen Sonderwegen, im Internet abrufbar unter: <https://www.dpn-online.com/news/versorgungswerke/versorgungswerke-auf-regulatorischen-sonderwegen-129777/>.

28 Siehe ausführlich Deutsche Unternehmerbörse, Glossar, Private Equity, im Internet abrufbar unter: <https://www.dub.de/glossar/private-equity/>.

5.2. Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG)

Das Sicherungsvermögen ist unter Berücksichtigung der Art der betriebenen Versicherungsgeschäfte sowie der Unternehmensstruktur so anzulegen, dass möglichst große **Sicherheit** und **Rentabilität** bei jederzeitiger **Liquidität** des Versicherungsunternehmens unter Wahrung angemessener **Mischung** und **Streuung** erreicht werden (§ 215 Abs.1 VAG).

- **Sicherheit:** Dieser Grundsatz fordert eine eingehende Prüfung der Anlageobjekte hinsichtlich ihrer Bonität. Diese müssen vollständig und fristgerecht realisierbar sein. Neben der Sicherung des Nominalwertes muss auch die wirtschaftliche Substanz von Vermögensanlagen gewährleistet sein.
- **Rentabilität:** Die Anlagen müssen Ertragskraft in Form laufender Erträge, einer Substanzwertsteigerung oder beidem aufweisen.
- **Liquidität:** Das Portfolio des Sicherungsvermögens muss so strukturiert sein, dass das Versorgungswerk jederzeit seinen Zahlungsverpflichtungen nachkommen kann.
- **Mischung:** Das Erfordernis einer angemessenen Mischung verlangt die Verteilung des Vermögens auf verschiedene Anlagentypen, um durch einen Risikoausgleich zwischen den verschiedenen Anlagen anlagentypische Risiken zu begrenzen und die Sicherheit des gesamten Bestandes zu gewährleisten. Neben dem generellen Grundsatz einer angemessenen Mischung gibt es spezielle Mischungsquoten in § 3 AnlV, in denen konkrete Obergrenzen für einzelne Anlagearten festgelegt sind.
- **Streuung:** Unter Streuung ist die zur Risikodiversifizierung gebotene Verteilung der Anlagen aller Art auf verschiedene Aussteller (Schuldner) bzw. (Immobilien-)Objekte zu verstehen. In § 4 AnlV sind eine allgemeine Streuungsquote sowie für bestimmte Anlagearten spezielle Streuungsquoten festgelegt.²⁹

Das Sicherungsvermögen darf gemäß § 215 Abs. 2 VAG nur angelegt werden in

1. Darlehensforderungen, Schuldverschreibungen und Genussrechten,
2. Schuldbuchforderungen
3. Aktien
4. **Beteiligungen,**
5. Grundstücken und grundstücksgleichen Rechten,
6. Anteilen an Organismen für gemeinschaftliche Anlagen in Wertpapieren im Sinne der Richtlinie 2009/65/EG und für andere Anlagen, die nach dem Grundsatz der Risikostreuung angelegt werden, wenn die Organismen einer wirksamen öffentlichen Aufsicht zum Schutz der Anteilhaber unterliegen,
7. laufenden Guthaben und Einlagen bei Kreditinstituten und

²⁹ Vgl. ausführlich Lipowsky, in: Dreher, Versicherungsaufsichtsgesetz, 14. Auflage, 2024, § 215 VAG Rn. 7ff., sowie BaFin-Rundschreiben 11/2017, Kapitalanlagen von Versicherern, Punkt B.3., im Internet abrufbar unter: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2017/rs_1711_hinweise_anlage_sicherungsvermoegen_va.html.

8. sonstigen Anlagen, soweit sie in der auf Grund von § 217 Satz 1 Nr. 6 VAG erlassenen Verordnung zugelassen werden.

Darüber hinaus darf das Sicherungsvermögen nur angelegt werden, soweit dies die Aufsichtsbehörde bei Vorliegen außergewöhnlicher Umstände im Einzelfall auf Antrag vorübergehend gestattet.

In § 217 VAG wird das Bundesministerium der Finanzen (BMF) zum Erlass einer Rechtsverordnung ermächtigt, die unter anderem quantitative und qualitative Vorgaben zur Anlage des Sicherungsvermögens nach Maßgabe des § 215 Abs. 1 und 2 VAG enthält. In der Verordnung kann die Anlage in sonstigen Anlagen zugelassen werden, wenn diese vergleichbare Sicherheit und Liquidität besitzen wie die in § 215 Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 bis 7 genannten Anlagen (§ 217 Satz 1 Nr. 6 VAG).

5.3. Anlageverordnung (AnlV)

5.3.1. Anlageformen

In § 2 Abs. 1 Nr. 1 bis 18 AnlV werden die **zulässigen Anlageformen** katalogartig aufgelistet und näher definiert (zum Beispiel im Hinblick auf die Art der Emittenten oder Besicherung).

Die Kapitalanlagen in **Private Equity** werden von **§ 2 Abs. 1 Nr. 13 Buchst. a) oder b) AnlV** erfasst. Der § 2 Abs. 1 Nr. 13 Buchst. a) AnlV ermöglicht den Investoren Beteiligungen an Unternehmen, die unmittelbar unternehmerisch am Markt tätig sind. Unter § 2 Abs. 1 Nr. 13 Buchst. b) AnlV fallen Beteiligungen an sogenannten geschlossenen Private-Equity-Fonds, die ihrerseits direkt oder indirekt in nicht an der Börse gelistete Unternehmen investieren.

Gemäß § 2 Abs. 1 Nr. 13 AnlV kann das Sicherungsvermögen angelegt werden in:

„**Beteiligungen** in Form von

anderen voll eingezahlten Aktien, Geschäftsanteilen an einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung, Kommanditanteilen und Beteiligungen als stiller Gesellschafter im Sinne des Handelsgesetzbuchs, wenn das Unternehmen über ein Geschäftsmodell verfügt, unternehmerische Risiken eingeht und

aa) seinen Sitz in einem Staat des EWR oder in einem Vollmitgliedstaat der OECD hat,

bb) dem Versicherungsunternehmen den letzten Jahresabschluss zur Verfügung stellt, der in entsprechender Anwendung der für Kapitalgesellschaften geltenden Vorschriften aufgestellt und geprüft ist, und

cc) sich verpflichtet, auch künftig zu jedem Bilanzstichtag einen derartigen Jahresabschluss vorzulegen;

Anteilen und Aktien an inländischen geschlossenen Alternativen Investmentfonds (AIF) im Sinne des § 1 Absatz 3 des Kapitalanlagegesetzbuchs,

aa) die direkt oder indirekt in Vermögensgegenstände nach § 261 Absatz 1 Nummer 2 und 4 des Kapitalanlagegesetzbuchs, eigenkapitalähnliche Instrumente sowie andere Instrumente der Unternehmensfinanzierung investieren und

bb) die von einer Kapitalverwaltungsgesellschaft verwaltet werden, die über eine Erlaubnis nach § 20 Absatz 1 des Kapitalanlagegesetzbuchs verfügt oder nach § 44 des Kapitalanlagegesetzbuchs registriert ist, oder von einer Verwaltungsgesellschaft mit Sitz in einem Staat des EWR oder in einem Vollmitgliedstaat der OECD, die zum Schutz der Anleger einer öffentlichen Aufsicht unterliegt und über eine Erlaubnis oder eine Registrierung verfügt, die mit der Erlaubnis nach § 20 Absatz 1 des Kapitalanlagegesetzbuchs oder mit der Registrierung nach § 44 des Kapitalanlagegesetzbuchs vergleichbar ist,

sowie von Anteilen und Aktien an geschlossenen ausländischen Investmentvermögen, die dem Recht eines Staates des EWR oder eines Vollmitgliedstaates der OECD unterliegen, die Anforderung nach Doppelbuchstabe aa in vergleichbarer Weise erfüllen und von einer Gesellschaft im Sinne von Doppelbuchstabe bb verwaltet werden.“³⁰

5.3.2. Mischungsquote

Der Grundsatz der Mischung („Diversifizierung der Anlageformen“) wird in § 3 AnlV konkretisiert.

So enthält § 3 AnlV unter anderem spezielle Mischungsquoten, in denen konkrete Obergrenzen für einzelne oder zusammengefasste Anlagearten festgelegt sind. Die Investitionen in **Private Equity** (Asset nach § 2 Abs. 1 Nr. 13 AnlV) fallen unter die sogenannte **Risikokapitalanlagenquote** in **§ 3 Abs. 3 AnlV**. Gemäß § 3 Abs. 3 AnlV dürfen

*„direkte und indirekte **Anlagen nach § 2 Absatz 1 Nummer 9, 12 und 13** [...] zusammen mit Anlagen, die den Quoten des Absatzes 2 Nummer 2 und 3 unterliegen, insgesamt 40 Prozent des Sicherungsvermögens nicht übersteigen. Auf diese Quote sind auch Anlagen nach § 2 Absatz 1 Nummer 2 Buchstabe a anzurechnen, soweit Anlagen nach § 2 Absatz 1 Nummer 12 Gegenstand der Wertpapierdarlehen sind. Innerhalb der Quote nach Satz 1 darf der Anteil der nicht zum Handel zugelassenen und nicht an einem anderen organisierten Markt zugelassenen oder in diesen einbezogenen und nicht an einer Börse in einem Staat außerhalb des EWR zum Handel zugelassenen oder dort an einem anderen organisierten Markt*

30 Siehe ausführlich zu den Voraussetzungen der Investitionen in Private Equity das sowie BaFin-Rundschreiben 11/2017, Kapitalanlagen von Versicherern, Punkt B.4.9, im Internet abrufbar unter: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2017/rs_1711_hinweise_anlage_sicherungsvermoegen_va.html.

*zugelassenen oder in diesen einbezogenen Vermögensgegenstände nach § 2 Absatz 1 Nummer 9 Buchstabe a und **Nummer 13 nicht höher als 15 Prozent des Sicherungsvermögens sein.***“

Diese Risikokapitalanlagenquote betrifft direkt und indirekt gehaltene Anlagen in Aktien, Genussrechten, Forderungen aus nachrangigen Verbindlichkeiten und **Beteiligungen** (Nr. 9, 12 und 13) sowie der Anlagen, die der Quote des § 3 Abs. 2 Nr. 2 und 3 AnlV unterliegen. Auf diese Quote werden auch Anlagen in Wertpapierdarlehen (§ 2 Abs. 1 Nr. 2 Buchstabe a AnlV) angerechnet, soweit Aktien im Sinne von § 2 Abs. 1 Nr. 12 AnlV ihr Gegenstand sind (§ 3 Abs. 3 Satz 2 AnlV), sowie direkte und indirekte Anlagen in High-Yield-Anleihen (Speculative-Grade-Bonität).

Die direkten und indirekten Anlagen nach § 2 Abs. 1 Nr. 13 AnlV („Beteiligungen“) dürfen zusammen mit den direkten und indirekten Anlagen nach der § 2 Abs. 1 Nr. 9 Buchstabe a AnlV aufgrund ihrer geringeren Fungibilität die Quote von **15% des Sicherungsvermögens** nicht übersteigen (**zusätzliche Subquote § 3 Abs. 3 Satz 3 AnlV**).

Die Aufsichtsbehörde ist befugt, den Anteil der Risikokapitalanlagen im Einzelfall bis auf 10 Prozent des Sicherungsvermögens herabzusetzen (§ 3 Abs. 6 AnlV). Diese Befugnis ist ein wichtiges zusätzliches Aufsichtsinstrument, um im Einzelfall Fehlentwicklungen noch effizienter begegnen zu können.³¹

5.3.3. Streuungsquote

Der Grundsatz der Streuung (Verteilung der Anlagen aller Art auf verschiedene Aussteller/Schuldner bzw. Immobilienobjekte) wird § 4 AnlV konkretisiert.

In § 4 AnlV sind eine allgemeine Streuungsquote sowie für bestimmte Anlagearten spezielle Streuungsquoten festgelegt. Für Investitionen in **Private Equity** (Asset nach § 2 Abs. 1 Nr. 13 AnlV) gilt die spezielle Quote in **§ 4 Abs. 4 AnlV**, wonach

*„Anlagen nach § 2 Absatz 1 Nummer 9, 12 und 13 bei ein und demselben Unternehmen sowie Anteile und Aktien an einem geschlossenen Investmentvermögen nach § 2 Absatz 1 Nummer 17 [...] abweichend von Absatz 1 **insgesamt 1 Prozent des Sicherungsvermögens nicht überschreiten [dürfen]. Bei Anteilen an einem Unternehmen, dessen alleiniger Zweck das Halten der in Satz 1 genannten Anlagen an anderen Unternehmen ist, bezieht sich Satz 1 auf die durchgerechneten Anlagen des Versicherungsunternehmens bei den anderen Unternehmen.**“*

31 Siehe ausführlich zu den Voraussetzungen der Investitionen in Private Equity das BaFin-Rundschreiben 11/2017, Kapitalanlagen von Versicherern, Punkt B.6.2, im Internet abrufbar unter: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2017/rs_1711_hinweise_anlage_sicherungsvermoegen_va.html.

5.3.4. Öffnungsklausel, Ausnahmegenehmigungen, ausgeschlossene Anlageformen

Gemäß der **Öffnungsklausel** in § 2 Abs. 2 AnlV kann das Sicherungsvermögen auch in **Assets** angelegt werden, **die in § 2 Abs. 1 AnlV nicht genannt sind** oder die dortigen Voraussetzungen nicht erfüllen oder die Begrenzungen des § 3 Abs. 2 Nr. 1 bis 3, Abs. 3 bis 5 AnlV (**Mischungsquote**) und § 4 Abs. 1 bis 4 AnlV (**Streuungsquote**) übersteigen. Im Rahmen der Öffnungsklausel angelegte Anlagen sind insgesamt auf **5 Prozent des Sicherungsvermögens** beschränkt; unter Wahrung der Belange der Versicherten kann diese Anlagegrenze mit Genehmigung der Aufsichtsbehörde bis auf 10 Prozent des Sicherungsvermögens erhöht werden. Die Öffnungsklausel erfasst mithin auch Investments in Private Equity.

Die **Aufsichtsbehörde** kann in Fällen, die nicht mehr von der Öffnungsklausel abgedeckt werden können, eine Genehmigung zur Kapitalanlage erteilen. Gemäß § 2 Abs. 3 AnlV kann die Aufsichtsbehörde dem Investor die Anlage in Vermögenswerten, die in § 2 Abs. 1 AnlV nicht genannt sind oder die dortigen Voraussetzungen nicht erfüllen, sowie die Überschreitung der in § 3 Abs. 2 Nr. 1 bis 3, Abs. 3 bis 5 AnlV (Mischungsquote) und § 4 Abs. 1 bis 4 AnlV (Streuungsquote) genannten Begrenzungen gestatten, wenn die Belange der Versicherten dadurch nicht beeinträchtigt werden. Dies gilt somit auch für Investments in Private Equity.

Die § 2 Abs. 4 AnlV genannten Anlagearten sind indes von der Zuführung zum Sicherungsvermögen ausgeschlossen.

5.3.5. Währungskongruenz

Das Sicherungsvermögen ist im Hinblick auf die Wechselkursrisiken im Wesentlichen in derselben Währung anzulegen, auf die die Verpflichtungen lauten (§ 5 AnlV). Die Anlage zur AnlV enthält hierzu konkretisierende Regelungen. So müssen mindestens 80 Prozent der Vermögensanlagen auf die Währung lauten, in der die Verpflichtungen erfüllt werden müssen, sodass maximal 20 Prozent (bei Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung abweichend 30 Prozent) inkongruent bedeckt sein dürfen (Nr. 6 Buchstabe b der Anlage zu § 5 Satz 1 AnlV).³²

5.3.6. Aktuellste Änderung der Anlageverordnung

Zum 7. Februar 2025 trat die Achte Verordnung zur Änderung von Verordnungen nach dem Versicherungsaufsichtsgesetz³³ in Kraft, die unter anderem Änderungen der Anlageverordnung

32 Siehe BaFin-Rundschreiben 11/2017, Kapitalanlagen von Versicherern, Punkt B.7, im Internet abrufbar unter: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2017/rs_1711_hinweise_anlage_sicherungsvermoegen_va.html.

33 BGBl. 2025 I Nr. 31 vom 06.02.2025.

(AnlV) bewirkte. Für die erfassten Unternehmen sind im Wesentlichen folgende Änderungen bei den Kapitalanlagen vorgesehen:

Nach der aufsichtlichen Verwaltungspraxis können geschlossene Alternative Investmentfonds (AIF)³⁴, die für das Sicherungsvermögen geeignet sind, Beteiligungen an Infrastruktur-Projektgesellschaften erwerben. Da die Anlageverordnung dies bisher formal nicht zuließ, wurde ein entsprechender Verweis auf § 261 Abs. 1 Nr. 4 Kapitalanlagegesetzbuch ergänzt (§ 2 Absatz 1 Satz 1 Nr. 13 Buchstabe b Doppelbuchstabe aa AnlV).

Die Öffnungsklausel (§ 2 Abs. 2 AnlV) wurde auf die Streuungsquote ausgedehnt. Damit sollen unter die Öffnungsklausel auch Anlagen gezogen werden können, die die Streuungsgrenzen nach § 4 Abs. 1 bis 4 AnlV übersteigen. Dies schafft mehr Flexibilität im Hinblick auf die Anlage bei einzelnen Schuldnern bzw. einzelnen Investments und erweitert die Möglichkeiten zu Anlagen mit höheren Renditen.

Die Risikokapitalanlagenquote gemäß § 3 Abs. 3 Satz 1 AnlV wurde von 35 Prozent auf 40 Prozent des Sicherungsvermögens erhöht. Damit wurde der Spielraum in der Kapitalanlage erweitert. In welchem Maß der erweiterte Spielraum genutzt werden kann, wird vom Anlage- und Risikomanagement sowie der Risikotragfähigkeit des jeweiligen Unternehmens bestimmt.

Die in der AnlV geregelten Mischungsquoten wurden um eine Infrastrukturquote in Höhe von 5 Prozent des Sicherungsvermögens ergänzt (§ 3 Abs. 7 AnlV). Die neue Quote soll Infrastrukturinvestitionen erleichtern, indem die entsprechenden Anlagen nicht auf die bestehenden Mischungsquoten nach § 3 Abs. 1 bis 6 AnlV angerechnet werden und daher nicht mit anderen Anlagen konkurrieren.³⁵

5.4. BaFin-Rundschreiben

Das auf der Internetseite der BaFin abrufbare Rundschreiben 11/2017 (Kapitalanlagerundschreiben)³⁶ enthält umfangreiche Auslegungs- und Anwendungshinweise für die Kapitalanlagen nach der AnlV. Die Hinweise stellen die Verwaltungspraxis der BaFin bei Aufsicht über die Anlage des Sicherungsvermögens von Erstversicherungsunternehmen, auf welche die Vorschriften für kleine Versicherungsunternehmen (§§ 212 bis 217 VAG) Anwendung finden, dar.

34 Alternative Investmentfonds (AIF) sind Fonds, die keine Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapiere (OGAW) im Sinne der OGAW-Richtlinie sind. Beispiele sind Immobilienfonds, Hedge Funds und Private Equity Fonds. Vgl. Gabler Wirtschaftslexikon, Alternative Investmentfonds, im Internet abrufbar unter: <https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/alternative-investmentfonds-aif-53782>.

35 Siehe ausführlich die Begründung BR-Drs. 488/24, Seite 40, im Internet abrufbar unter: <https://dserver.bundestag.de/brd/2024/0488-24.pdf>; sowie Private Equity Magazine, 7.2.2025, Geänderte Anlageverordnung in Kraft – Mehr Spielraum für Alternative Investments, im Internet abrufbar unter: <https://www.pe-magazin.de/geaenderte-anlageverordnung-in-kraft-mehr-spielraum-fuer-alternative-investments/>.

36 BaFin, Kapitalanlagerundschreiben 11/2017, im Internet abrufbar unter: https://www.bafin.de/Shared-Docs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2017/rs_1711_hinweise_anlage_sicherungsvermoegen_va.html.

Wie beschrieben unterliegen die berufsständischen Versorgungswerke nicht der Beaufsichtigung durch die BaFin, sondern der Aufsicht durch die jeweiligen Landesbehörden. Vor diesem Hintergrund besteht keine zwingende Übereinstimmung von BaFin-Praxis und Verwaltungspraxis der zuständigen Landesbehörden. Die Aufsichtsbehörden können zum Beispiel – im jeweils durch Landesrecht eingeräumten rechtlichen Rahmen – durch Richtlinien oder in ihrer Aufsichtspraxis die Vorgaben weiter konkretisieren oder auch abweichende Vorgaben machen. Nach Auskunft der ABV werden – soweit im Landesrecht ein Verweis auf die Anlageverordnung (AnlV) enthalten ist – die Verlautbarungen der BaFin in ergänzenden Auslegungsschreiben bei der Rechtsanwendung ebenfalls herangezogen.³⁷

6. Diskussion zu Reformen der Anlagebedingungen

Nach **Auskunft der ABV** würden demografischer Wandel, der Trend zur De-Globalisierung – verbunden mit protektionistischer Wirtschaftspolitik vieler Staaten – und notwendige Transformationsprozesse bei Energie und Verkehr auch in Zukunft die Preisentwicklung in Deutschland dauerhaft beeinflussen. Daraus resultiere die Notwendigkeit der Erwirtschaftung dauerhaft hoher Erträge, um ein angemessenes Rentenniveau auch künftig halten zu können. Gleichzeitig bedürfe es eines noch stärkeren Schutzes des den Versorgungseinrichtungen anvertrauten Kapitals. Dies verdeutliche das Erfordernis einer noch stärkeren Risikostreuung der verwalteten Portfolien auch in alternative Anlageklassen als bisher. Im Übrigen sei es politisch gewollt, dass sich Versorgungswerke auch gerade bei der Finanzierung von Start-Ups einbrächten. Gerade im Rahmen der WIN-Initiative ("Wachstums- und Innovationskapital für Deutschland") der Bundesregierung seien gezielt Versorgungswerke angesprochen worden, sich bei der Finanzierung in der Führphase von Unternehmen einzubringen.³⁸

Die ABV sprach sich bereits im Jahr 2023 in einem Presseartikel für mehr Flexibilität ohne Quoten aus. Dies könne im Rahmen eines integrierten Aufsichtssystem etabliert werden, das im Sinne einer Mantellösung drei gleichberechtigt nebeneinanderstehende Modelle umfasse: ein Grundmodell im Sinne der heutigen AnlV, ein erweitertes Quotenmodell und ein risikokapitalbasiertes Modell. Mit dem **neuen methodischen Ansatz eines risikokapitalbasierten Modells** würde das Anlageklassen- und Quotensystem der AnlV durchbrochen. Derzeit würden Assets aus juristischer Perspektive in „verschiedene Schubladen gepackt“. So habe Private Debt zum Beispiel einen Fixed-Income-Charakter, aber anhand der Strukturierung sei es in der Regel eine Beteiligung. Deshalb fließe es nach der AnlV in die Beteiligungsquote herein, obwohl es aus Sicht des ökonomischen Risikos etwas Anderes sei. Der ABV-Ansatz des risikokapitalbasierten Modells schaue hingegen stärker auf die ökonomische Struktur. Das Risiko, das mit einer Anlage verbunden sei, solle gemessen und mit geeigneten Eigenkapitalanforderungen hinterlegt werden. Dann benötige man auch die „Schubladen“ der AnlV nicht mehr und auch keine Quoten. Der ABV gehe es nicht darum, ein größeres Maß an Liberalität zu schaffen; neue Freiräume, um mehr Risiken eingehen zu können, seien nicht das Ziel des Konzepts. Es gehe um mehr Flexibilität.

37 Auskunft der Arbeitsgemeinschaft berufsständischer Versorgungseinrichtungen e. V. (ABV). Siehe auch Bärenz und Steinmüller, Verschärfung der Anforderungen an Kapitalanlagen von Pensionskassen und Versorgungswerken bei Beteiligungen an geschlossenen Fonds, Recht der Finanzinstrumente 2/2017, Seite 124.

38 Auskunft der Arbeitsgemeinschaft berufsständischer Versorgungseinrichtungen e. V. (ABV).

Der ABV sei es wichtig, dass alles innerhalb einer Mantellösung nebeneinanderstehe: Die „heutige Welt“ der AnV plus die Möglichkeit, Quoten zu verändern, und der neue risikokapitalbasierte Ansatz. Versorgungswerke sollten in Abstimmung mit der zuständigen Landesaufsichtsbehörde das für sie geeignete Modell wählen können. Deshalb sollten diese drei Säulen gleichberechtigt nebeneinanderstehen. Die ABV sei hierzu in die Diskussion mit den Landesaufsichtsbehörden eingestiegen.³⁹

7. Praxis der Kapitalanlage der Versorgungswerke

Die ABV hat als Überblick folgende Kennzahlen (**Stand 31.12.2023**) zu den berufsständischen Versorgungswerken veröffentlicht⁴⁰:

Jahr:	2022	2023
anwartschaftsberechtigte Mitglieder davon beitragsleistende Mitglieder	1.128.694 919.199	1.162.032 938.613
Beiträge in Mrd. Euro Monatlicher Durchschnittsbeitrag in Euro	11,975 1.085,61	12,399 1.100,81
Vermögensanlagen in Mrd. Euro Vermögenserträge in Mrd. Euro	270,419 9,626	286,172 11,050
Zahl der Rentenempfänger Jahresbetrag der Renten ⁴¹ in Mrd. Euro	321.880 7,610	340.674 8,139
Durchschnittliche mtl. Rente jeweils in Euro		
• Berufsunfähigkeitsrente	1.773,98	1.777,89
• Witwen-/Witwerrente	1.330,05	1.342,94
• Waisenrente	299,46	298,84
• Altersrente	2.205,20	2.222,27

39 Daum, Deutsche Pensions- & Investmentnachrichten (dpn), 15.11.2023, Versorgungswerke auf regulatorischen Sonderwegen, im Internet abrufbar unter: <https://www.dpn-online.com/news/versorgungswerke/versorgungswerke-auf-regulatorischen-sonderwegen-129777/>.

40 Arbeitsgemeinschaft berufsständischer Versorgungseinrichtungen e. V. (ABV), im Internet abrufbar unter: <https://www.abv.de/verlaessliche-struktur.html>.

41 Inklusive Kinderzuschuss.

Die **Vermögensanlage** der Versorgungswerke schlüsselt sich wie folgt auf:

Anlageart	Stand 31.12. 2023 ⁴²		Stand: 31.12. 2016 ⁴³	
	in Mrd. Euro	in Prozent	in Mrd. Euro	in Prozent
Aktien, nicht festverzinsliche Wertpapiere, inkl. solchen in Fonds	68,605	23,97	42,06	21,43
Grundstücke, Immobilien, inkl. solchen in Fonds	58,829	20,56	29,462	15,01
Inhaberschuldverschreibungen, andere festverzinsliche Wertpapiere, inkl. solchen in Fonds	48,273	16,87	37,665	19,19
Beteiligungen (inkl. Private Equity, Mezzanine)	39,271	13,72	7,829	3,99
Namensschuldverschreibungen	35,556	12,42	37,579	19,15
Andere Kapitalanlagen (Rohstoffe, High Yield Bonds, Sonstiges)	12,822	4,48	7,963	4,06
Schuldscheinforderungen	10,885	3,80	25,6	13,05
Hypotheken, Grundschuldforderungen	4,404	1,54	3,742	1,91
Übrige Ausleihungen	4,043	1,41	0,632	0,32
Einlagen bei Kreditinstituten	3,484	1,22	3,694	1,88
Summe:	286,172	100	196,226	100

Entsprechende Daten für das Jahr 2024 liegen noch nicht vor.⁴⁴

42 Arbeitsgemeinschaft berufsständischer Versorgungseinrichtungen e. V. (ABV), im Internet abrufbar unter: <https://www.abv.de/nachhaltige-geldanlage.html>.

43 Arbeitsgemeinschaft berufsständischer Versorgungseinrichtungen e. V. (ABV), wiedergegeben in Global Investor 03/2018, Unterschätzte Anleger, Seite 3, im Internet abrufbar unter: https://rrlaw.de/wp-content/uploads/2018/05/Versorgungswerke-Rotter_final-2.pdf.

44 Nach Auskunft der ABV beruht die Übersicht zur Vermögensanlage nach Anlageart auf einer statistischen Datenerhebung, die sie jährlich bei ihren Mitgliedseinrichtungen durchführt. Die Datenerhebung durch die ABV bei den Versorgungswerken erfolgt regelmäßig erst nach der Abnahme der Geschäftsberichte durch die Selbstverwaltungen im Oktober/November des Folgejahres. Vor diesem Hintergrund kann die ABV frühestens 15 Monate nach Ablauf des jeweiligen Geschäftsjahres eine aktualisierte Statistik veröffentlichen.

Die Bundesregierung hat in einer Antwort auf eine Kleine Anfrage die prozentuale Verteilung der Vermögensanlagen der Versorgungswerke bis zum Jahr 2015 wie folgt aufgeschlüsselt⁴⁵:

Jahr	Gesamt (in Mrd. Euro)	Festver- zinsliche Anlagen	Aktien, nicht festverzinsliche Wertpapiere (inkl. solcher in Fonds)	Beteiligun- gen (inkl. Private Equity, Mezzanine)	Grundstücke, Immobilien (inkl. solchen in Fonds)	Andere Kapital- anlagen, Einla- gen bei Kreditin- stituten, übrige Ausleihungen
1990	20,810	74%	15%		10%	1%
1992	26,215	74%	15%		10%	1%
1994	33,538	78%	12%		9%	1%
1996	42,653	72%	19%		8%	1%
1998	55162	67%	24%		8%	1%
2000	67,655	65%	27%		7%	1%
2002	75,496	71%	17%		10%	2%
2003	82,359	71%	16%		9%	4%
2004	89,228	72%	16%		9%	3%
2005	96,726	71%	17%	1%	9%	2%
2007	113,323	71%	16%	1%	8%	4%
2009	125,012	70%	15%	2%	8%	5%
2011	142,602	70%	16%	2%	8%	4%
2012	152,616	69%	16%	2%	8%	5%
2013	164,663	66%	15%	3%	11%	5%
2014	175,008	62%	18%	3%	12%	5%
2015	184,289	56%	20%	4%	13%	7%

45 BT-Drucksache 18/12338, Seite 9, im Internet abrufbar unter: <https://dserver.bundestag.de/btd/18/123/1812338.pdf>. Die Daten lagen nicht fortlaufend für alle Jahre vor.

Aufgrund der anhaltenden Niedrigzinspolitik ist die Rendite festverzinslicher Anlagen so weit herabgesunken, dass mit ihnen der erforderliche versicherungsmathematische Ertrag nicht mehr generiert werden kann. Die Statistiken zeigen, dass sich die Versorgungswerke in ihrer Kapitalanlage immer mehr von festverzinslichen Papieren ab- und anderen Anlageformen zuwenden. Ausgewichen wurde vorrangig in Bereiche wie Immobilien, Aktien und alternative Investments (zum Beispiel Infrastrukturinvestments und Private Equity).⁴⁶

* * *

46 So schon Sachstand WD 6 - 3000 - 100/21, Aktuelle Fragen zur Finanzierung der berufsständischen Altersversorgung, Seite 5, im Internet abrufbar unter: <https://www.bundestag.de/resource/blob/882208/WD-6-100-21-pdf.pdf>.