



---

## Sachstand

---

### Zur Bedeutung der Pensionskassen bei der Venture Capital Finanzierung

---

## Zur Bedeutung der Pensionskassen bei der Venture Capital Finanzierung

Aktenzeichen: WD 4 - 3000 - 098/19  
Abschluss der Arbeit: 6. September 2019  
Fachbereich: WD 4: Haushalt und Finanzen

---

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.	<b>Wie ist der Investitionssplit in deutschen Wagniskapitalfonds im Hinblick auf Pensionskassen und anderen institutionellen Investoren?</b>	<b>4</b>
2.	<b>Wie unterscheidet sich dieser Investitionssplit zu den USA?</b>	<b>7</b>
3.	<b>Wie viel haben deutsche Pensionskassen aktuell in Wagniskapital-Fonds investiert? Wie viel haben deutsche Pensionskassen in Wagniskapitalfonds in den USA investiert? Wie unterschiedlich sind die Zahlen pro Kopf?</b>	<b>7</b>
4.	<b>Wie hoch sind die Eigenkapitalanforderungen für Kreditinstitute, Pensionskassen und Versicherungen für das Halten von Wagniskapital? Wann und welchem Gesetz wurde die Eigenkapitalanforderung für das Halten von Wagniskapitalfonds zuletzt reformiert?</b>	<b>8</b>
4.1.	Versicherungsunternehmen	8
4.2.	Pensionskassen	9
4.3.	Kreditinstitute	10

## 1. Wie ist der Investitionssplit in deutschen Wagniskapitalfonds im Hinblick auf Pensionskassen und anderen institutionellen Investoren?

Wagniskapitalfonds (Venture Capital Fonds) sind ein Teil des Private-Equity-Marktes. Private Equity ist Beteiligungskapital, das Unternehmen mit Finanzierungsbedarf außerbörslich zur Verfügung gestellt wird. Wagniskapital-Fonds zeichnen sich dadurch aus, dass sie sowohl in der Frühphase als auch in der späteren Unternehmensentwicklung, unabhängig, ob das neue Unternehmen profitabel ist oder nicht, investieren.

Die nachfolgende Tabelle 1 zeigt das eingeworbene Kapital von direkt investierenden Private Equity-Fonds, deren für das Fundraising bzw. die Fondsverwaltung verantwortliche Management (Beteiligungsgesellschaft) seinen Sitz in Deutschland hat. Venture Capital Fonds haben im Jahr 2018 Kapital in Höhe von gut 1,1 Mrd. Euro eingeworben. Das sind rund 0,5 Mrd. Euro weniger als im Jahr 2017.

	2016		2017		2018	
Amounts in € thousands	Amount	%	Amount	%	Amount	%
Fund stage focus						
<b>Venture Capital</b>	1.412.958	46,1	1.609.187	52,2	1.104.097	27,8
Growth capital	131.500	4,3	444.300	14,4	299.670	7,5
Buyout	1.463.025	47,7	1.027.600	33,4	2.026.107	51,0
Mezzanine	1.650	0,1	0	0,0	250.000	6,3
Generalist	58.955	1,9	0	0,0	293.950	7,4
<b>Total funds raised</b>	<b>3.068.088</b>	<b>100</b>	<b>3.081.087</b>	<b>100</b>	<b>3.973.824</b>	<b>100</b>

Tabelle 1: Fundraising 2016-2018 durch deutsche Beteiligungsgesellschaften<sup>1</sup>

Erläuterung: Erfasst werden in erster Linie von den Beteiligungsgesellschaften direkt zur Verfügung gestellte Angaben, aber auch aus öffentlich zugänglichen Quellen recherchierte und abgeleitete Daten zu den europäischen Private Equity-Aktivitäten. Dabei werden Daten nicht nur von BVK-Mitgliedern oder Mitgliedern anderer Private Equity-Verbände, sondern auch von anderen in Deutschland aktiven deutschen oder ausländischen Beteiligungsgesellschaften berücksichtigt.

Tabelle 1 enthält auch die Entwicklungen weiterer Private Equity Fonds. Dabei handelt es sich um:

- Growth-Fonds: Fonds, die Beteiligungskapital (meist als Minderheit) in relativ reife Unternehmen investieren, die das Kapital für den Ausbau und die Verbesserung ihrer Aktivitäten oder die Expansion in neue Märkte suchen.
- Buy-Out-Fonds: Fonds, die Unternehmen durch die Übernahme eines üblicherweise Mehrheits- oder Kontrollanteils erwerben, wobei die Finanzierung der Transaktion durch eine Mischung aus Eigen- und Fremdkapital erfolgt.

1 Invest Europe / European Data Cooperative, Datenstand: Mai 2019.

- Mezzanine-Fonds: Fonds, die hybride Finanzierungen aus Fremd- und Eigenkapital bereitstellen mit eigenkapital-basierten Bestandteilen (wie Optionen) und (nachrangigem) Fremdkapital.
- Generalist: Fonds, die in alle Phasen des Beteiligungskapitals investieren.

Tabelle 2 listet die Kapitalgeber für deutsche Venture Capital Fonds auf. Die Kategorie pension funds enthält Pensionsfonds und Pensionskassen. Der Anteil der pension funds an den Kapitalgebern ist von 0,4 Prozent im Jahr 2016 auf 10 Prozent im Jahr 2018 gestiegen.

<b>Venture Funds</b>	<b>2016</b>		<b>2017</b>		<b>2018</b>	
<b>Amounts in € thousands</b>	<b>Amount</b>	<b>%</b>	<b>Amount</b>	<b>%</b>	<b>Amount</b>	<b>%</b>
<b>Investor type</b>						
Academic institutions	0	0,0	24.250	1,5	11.074	1,0
Banks	31.183	2,2	78.417	4,9	15.111	1,4
Capital markets	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Corporate investors	361.295	25,6	122.187	7,6	36.588	3,3
Endowments and foundations	12.275	0,9	5.726	0,4	13.218	1,2
Family offices	75.257	5,3	75.368	4,7	44.797	4,1
Fund of funds	0	0,0	10.000	0,6	93.700	8,5
Government agencies	472.366	33,4	340.156	21,1	313.896	28,4
Insurance companies	30.269	2,1	18.641	1,2	30.290	2,7
Other asset managers (including PE houses other than fund of funds)	215.046	15,2	531.921	33,1	18.500	1,7
Pension funds	5.000	0,4	0	0,0	110.490	10,0
Private individuals	16.267	1,2	41.673	2,6	17.163	1,6
Sovereign wealth funds	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Unclassified	194.000	13,7	360.850	22,4	399.270	36,2
<b>New funds raised</b>	<b>1.412.958</b>	<b>100</b>	<b>1.609.187</b>	<b>100</b>	<b>1.104.097</b>	<b>100</b>

Tabelle 2: Venture Capital-Fundraising 2016-2018 nach Herkunft der eingeworbenen Mittel<sup>2</sup>

In Tabelle 3 wird die geografische Herkunft der Kapitalgeber für deutsche Venture Capital Fonds dargestellt. Danach sind die eingeworbenen Mittel aus Deutschland, Österreich und der Schweiz von rund 1 Mrd. Euro im Jahr 2016, einer leichten Steigerung im Jahr 2017 auf nur noch 0,3 Mrd. Euro gesunken.

<b>Venture Funds</b>	<b>2016</b>		<b>2017</b>		<b>2018</b>	
<b>Amounts in € thousands</b>	<b>Amount</b>	<b>%</b>	<b>Amount</b>	<b>%</b>	<b>Amount</b>	<b>%</b>
<b>Geographic breakdown of sources of funds</b>						
Central and Eastern Europe (CEE )	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Deutschland, Österreich, Schweiz (DACH)	926.807	65,6	1.040.766	64,7	327.174	29,6
France & Benelux	235.901	16,7	181.271	11,3	94.723	8,6
Nordics	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Southern Europe	0	0,0	4.700	0,3	33.000	3,0
UK & Ireland	0	0,0	17.100	1,1	75.768	6,9
Unclassified Europe	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Asia & Australia	56.250	4,0	0	0,0	3.000	0,3
North America	0	0,0	2.500	0,2	167.962	15,2
Rest of the world	0	0,0	2.000	0,1	3.200	0,3
Unclassified	194.000	13,7	360.850	22,4	399.270	36,2
<b>New funds raised</b>	<b>1.412.958</b>	<b>100</b>	<b>1.609.187</b>	<b>100</b>	<b>1.104.097</b>	<b>100</b>

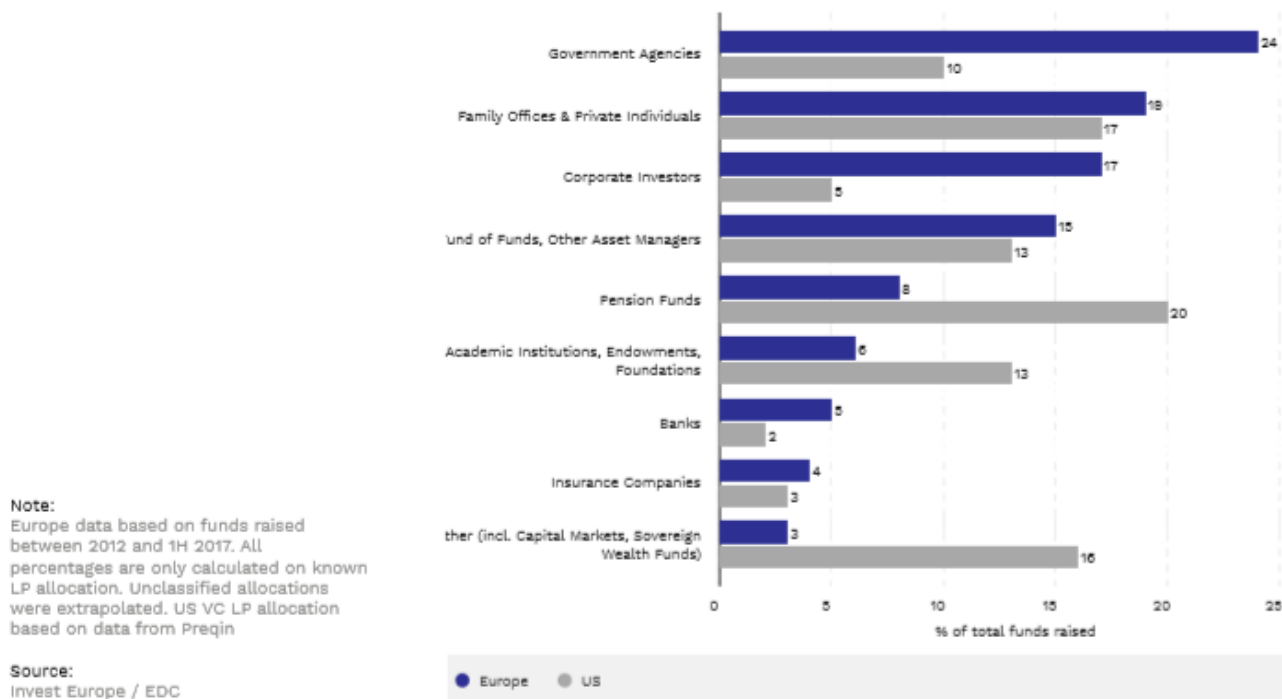
Tabelle 3: Venture Capital-Fundraising 2016-2018 nach regionaler Herkunft der eingeworbenen Mittel<sup>3</sup>

## 2. Wie unterscheidet sich dieser Investitionssplit zu den USA?

Die Grafik zeigt die Anleger in Venture Capital Fonds in Europa und in den USA. Venture Capital Fonds werden in Europa zum größten Teil von Government Agencies, in den USA hingegen von Pension Funds (Pensionsfonds und Pensionskassen) gespeist.

### The source of funds for European and US VCs differ significantly

VC funds raised by LP type and region



Grafik 1: Venture Capital Funds raised by Loan Prospectors type and region<sup>4</sup>

## 3. Wie viel haben deutsche Pensionskassen aktuell in Wagniskapital-Fonds investiert? Wie viel haben deutsche Pensionskassen in Wagniskapitalfonds in den USA investiert? Wie unterschiedlich sind die Zahlen pro Kopf?

Versicherungsunternehmen und damit auch die Pensionskassen müssen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht vierteljährlich Bericht über die Zusammensetzung ihrer Kapitalanlagen erstatten. Dazu gehören auch die Beteiligungen der Pensionskassen gemäß § 2 Abs. 1 Nr. 13 der Verordnung über die Anlage des Sicherungsvermögens von Pensionskassen, Sterbekassen

<sup>4</sup> Atomico in Zusammenarbeit mit Slush: The State of European Tech 2017, Seite 78.

und kleinen Versicherungsunternehmen (Anlageverordnung - AnIV) mit der Untergruppe „Anteile in Private Equity“.<sup>5</sup> Dabei handelt es sich ausschließlich um direkte Beteiligungen der Pensionskassen (sogenannter Direktbestand). Der Direktbestand (Buchwerte) entwickelte sich von 2015 bis 2018 wie folgt:

31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
1,0039 Mrd. Euro	1,2861 Mrd. Euro	1,6654 Mrd. Euro	1,9893 Mrd. Euro

Tabelle 4: Anteile der Pensionskassen in Private Equity im Direktbestand (Buchwerte) 2015-2018.<sup>6</sup>

Bestände der Pensionskassen in Private Equity, die über Fonds gehalten werden, sind in der in Fußnote 5 genannten Nachweisung 670 in der Rubrik Investmentanteile nach § 2 Abs. 1 Nr. 15 bis 17 AnIV enthalten. Sie werden aber in dieser Rubrik nicht gesondert ausgewiesen. Alle von den deutschen Pensionskassen gehaltenen Investmentanteile beliefen sich am 31. Dezember 2017 auf 71,739 Mrd. Euro.<sup>7</sup>

#### 4. Wie hoch sind die Eigenkapitalanforderungen für Kreditinstitute, Pensionskassen und Versicherungen für das Halten von Wagniskapital? Wann und welchem Gesetz wurde die Eigenkapitalanforderung für das Halten von Wagniskapitalfonds zuletzt reformiert?

##### 4.1. Versicherungsunternehmen

Für große Versicherungsunternehmen gilt in Bezug auf die Eigenkapitalanforderungen anders als für kleine Versicherungsunternehmen und Pensionskassen (siehe unten) unmittelbar die entsprechende EU-Verordnung Solvabilität II.<sup>8</sup>

Schwerpunkte dieser Verordnung sind risikobasierte Solvabilitätsvorschriften für die Eigenmittelausstattung (Säule I), qualitative Anforderungen an das Risikomanagement von Versicherungsunternehmen/-gruppen (Säule II) und erweiterte Publikationspflichten (Säule III). Säule I behandelt die Höhe der Mindestkapitalanforderung (MCR – Minimum Capital Requirement) und die Höhe der Solvabilitätskapitalanforderung (SCR – Solvency Capital Requirement) im Verhältnis zu den anrechnungsfähigen Eigenmitteln (EOF – Eligible Own Funds). Das SCR, die Sollgröße für das Eigenkapital, wird mithilfe der sogenannten Standardformel oder eines internen Modells berechnet. Zur Berechnung nach der Standardformel sind in der Verordnung je nach Kapitalanlage

5 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht: Nachweisung 670 Vierteljährlicher Bericht über die Zusammensetzung der Kapitalanlagen, Posten 13, unter: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Formular/VA/dl\\_vf\\_110621\\_nachweisungen\\_670\\_671\\_673\\_va.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Formular/VA/dl_vf_110621_nachweisungen_670_671_673_va.html), abgerufen am 5. September 2019.

6 Die Daten wurden von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht auf Anfrage zur Verfügung gestellt.

7 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht: Statistik der BaFin-Erstversicherungsunternehmen, Statistik/Liste Pensionskassen 2017, unter: [https://www.bafin.de/DE/PublikationenDaten/Statistiken/Erstversicherung/erstversicherung\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/PublikationenDaten/Statistiken/Erstversicherung/erstversicherung_node.html), abgerufen am 5. September 2019.

8 Delegierte Verordnung (EU) 2015/35 der Kommission vom 10. Oktober 2014 zur Ergänzung der Richtlinie 2009/138/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und der Rückversicherungstätigkeit (Solvabilität II).



(asset) unterschiedliche, standardisierte Eigenkapitalmittelunterlegungen für das Versicherungsunternehmen festgelegt.

Mit Wirkung Juli 2019 hat die EU-Kommission durch eine Delegierte Verordnung<sup>9</sup> eine neue Kategorie von Investitionen, die Langfristigen Aktieninvestitionen gemäß Artikel 171a eingeführt, zu denen auch Private Equity Beteiligungen gehören. Wagniskapitalfonds sind Teil dieser Anlageklasse. Erfüllt eine Private Equity Beteiligung die dort genannten Bedingungen, insbesondere die Zugehörigkeit zu einer Untergruppe von Aktieninvestitionen, die Beteiligung an einem Unternehmen mit Sitz im Europäischen Wirtschaftsraum, die genaue Bestimmung der Haltedauer und eine durchschnittliche Haltedauer von fünf Jahren, muss das Versicherungsunternehmen eine (im Vergleich zu anderen Anlagen reduzierte) Eigenkapitalanforderung in Höhe von 22 Prozent erfüllen (Artikel 169 Abs. 1 Buchstabe b).

Für Private Equity Beteiligungen, die die genannten Bedingungen nicht erfüllen, gelten Eigenkapitalanforderungen von 39 beziehungsweise 49 Prozent.

#### 4.2. Pensionskassen

Die aufsichtsrechtlichen Regelungen für Pensionskassen finden sich in §§ 232-235a Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) und sind im Wesentlichen durch die Umsetzung der europäischen Richtlinie über die Tätigkeiten und die Beaufsichtigung von Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (EbAV) in deutsches Recht bestimmt.<sup>10</sup> Pensionskassen werden demnach regelungssystematisch nicht mehr wie kleine Versicherungsunternehmen behandelt. Tatsächlich sind sie Lebensversicherungsunternehmen, die speziellen Regelungen unterliegen. Damit gelten für sie die auf Lebensversicherungsunternehmen anwendbaren Vorschriften des VAG mit pensionskassenspezifischen Anpassungen.<sup>11</sup>

Nach § 234j Abs. 1 VAG darf eine Pensionskasse, anders als große Versicherungsunternehmen, ihr Sicherungsvermögen nur in den abschließenden Anlagenkatalog des § 215 VAG und in sonstige Anlagen, die wiederum in einer Rechtsverordnung zu § 235 Abs. 1 Nr. 10 VAG erläutert sind, investieren. § 2 Abs. 1 Nr. 13 Buchstabe b dieser Rechtsverordnung (Verordnung über die Anlage des Sicherungsvermögens von Pensionskassen, Sterbekassen und kleinen Versicherungsunternehmen - Anlageverordnung - AnlV) erlaubt der Pensionskasse die Anlage des Sicherungsvermögens unter anderem in Private Equity Fonds. Die AnlV enthält darüber hinaus Grundsätze

---

9 Delegierte Verordnung (EU) 2019/981 der Kommission vom 8. März 2019 zur Änderung der Delegierten Verordnung (EU) 2015/35 zur Ergänzung der Richtlinie 2009/138/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und der Rückversicherungstätigkeit (Solvabilität II), Amtsblatt der Europäischen Union L 161/1.

10 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie (EU) 2016/2341 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Dezember 2016 über die Tätigkeiten und die Beaufsichtigung von Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (EbAV) (Neufassung) vom 19. Dezember 2018, Bundesgesetzblatt (BGBl.) I, Seite 2672.

11 Gesetzentwurf der Bundesregierung zur Umsetzung der Richtlinie (EU) 2016/2341 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Dezember 2016 über die Tätigkeiten und die Beaufsichtigung von Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (EbAV) (Neufassung), Bundestags-Drucksache 19/4673, Seite 58.

zur Mischung, Streuung und Kongruenz der Anlagen. In einem Schreiben konkretisiert die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) die Bedingungen für derartige Investitionen.<sup>12</sup> Danach sind Beteiligungen an geschlossenen Fonds erwerbbar, die insbesondere in (andere) Instrumente der Unternehmensfinanzierung investieren. Das reine Halten von Darlehen in Private-Equity-Fonds ist nicht zulässig. Sofern sich der Private-Equity-Fonds jedoch an Unternehmen beteiligt, deren Tätigkeit sich nicht in der schlichten Kreditverwaltung erschöpft, weil jede Darlehensvergabe individuell geprüft (Due Diligence) und überwacht wird, kann eine Einordnung nach Nr. 13 Buchstabe b in Betracht kommen.

Nach § 234g Abs. 2 VAG wird die Solvabilitätskapitalanforderung einer Pensionskasse durch die Rechtsverordnung zu § 235 Abs. 1 Nr. 1 VAG bestimmt. Nach dieser Verordnung (Verordnung über die Kapitalausstattung von Versicherungsunternehmen (Kapitalausstattungs-Verordnung - KapAusstV)) richtet sich die Solvabilitätskapitalanforderung ausschließlich nach dem versicherungstechnischen Risiko. Die Rechtsverordnung enthält keine standardisierten Eigenkapitalunterlegungen für die verschiedenen Investitionen.

#### 4.3. Kreditinstitute

Kreditinstitute unterliegen wie große Versicherungsunternehmen einem 3-Säulen-Ansatz bei der Aufsicht (Basel III-Rahmenregelungen).

Für die Eigenmittelanforderung an Kreditinstitute gilt unmittelbar die entsprechende EU-Verordnung (Capital Requirements Regulation (CRR))<sup>13</sup>. Nach den aktuell geltenden Vorschriften müssen Kreditinstitute den Beteiligungen an Risikokapitalgesellschaften, die als mit einem besonders hohen Risiko verbundene Positionen eingestuft werden, ein Risikogewicht in Höhe von 150 Prozent zuweisen.<sup>14</sup> Die European Banking Authority hat Leitlinien zu diesen Risikopositionsarten veröffentlicht. Darin heißt es unter anderem, dass die Beteiligung an Risikokapitalgesellschaften mit dem Ziel gehalten werden muss, „neu gegründeten Unternehmen Mittel zur Verfügung zu stellen, einschließlich für die Entwicklung eines neuen Produkts und der damit verbundenen Forschung für das Unternehmen, um dieses Produkt auf den Markt zu bringen, zum Aufbau der

---

12 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht: Rundschreiben 11/2017: Hinweise zur Anlage des Sicherungsvermögens von Erstversicherungsunternehmen, auf welche die Vorschriften für kleine Versicherungsunternehmen (§§ 212 bis 217 VAG) Anwendung finden, sowie von inländischen Pensionskassen und Pensionsfonds (Kapitalanlager Rundschreiben), Geschäftszeichen: VA 25-I 3201-2016/0002, unter: [https://www.bafin.de/Shared-Docs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2017/rs\\_1711\\_hinweise\\_anlage\\_sicherungsvermoegen\\_va.html](https://www.bafin.de/Shared-Docs/Veroeffentlichungen/DE/Rundschreiben/2017/rs_1711_hinweise_anlage_sicherungsvermoegen_va.html), abgerufen am 5. September 2019.

13 Verordnung (EU) Nr. 575/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 648/2012.

14 Artikel 128, neu gefasst durch Nr. 61 der Verordnung (EU) 2019/876 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Mai 2019 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 in Bezug auf die Verschuldungsquote, die strukturelle Liquiditätsquote, Anforderungen an Eigenmittel und berücksichtigungsfähige Verbindlichkeiten, das Gegenparteiausfallrisiko, das Marktrisiko, Risikopositionen gegenüber zentralen Gegenparteien, Risikopositionen gegenüber Organismen für gemeinsame Anlagen, Großkredite, Melde- und Offenlegungspflichten und der Verordnung (EU) Nr. 648/2012, Amtsblatt der Europäischen Union L 150/1.

Produktionskapazität des Unternehmens oder zur Ausweitung der Geschäftstätigkeit des Unternehmens.“<sup>15</sup>

\* \* \*

---

15 European Banking Authority (EBA): Leitlinien zur Festlegung von mit hohem Risiko verbundenen Risikopositionsarten, 17. Januar 2019, 4.1 Nr. 1 Buchstabe b, unter: [https://eba.europa.eu/documents/10180/2646098/Financial+Report+on+EBA+GL+on+High+Risk\\_DE.pdf](https://eba.europa.eu/documents/10180/2646098/Financial+Report+on+EBA+GL+on+High+Risk_DE.pdf), abgerufen am 5. September 2019.