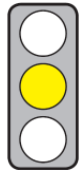


KERNPUNKTE

Ziel der Richtlinie: Die Richtlinie regelt EU-weit einheitliche Zulassungs- und Verhaltensanforderungen an die Verwalter „alternativer Investmentfonds“ (AIF), insbesondere von Hedgefonds und Private-Equity-Fonds.

Betroffene: Verwalter „alternativer Investmentfonds“, Anleger, Banken



Pro: (1) Auskunftspflichten für AIF, die bei Investitionen Hebeleffekte nutzen, verbessern die Aufsicht über die Finanzmarktstabilität.

(2) Der grenzüberschreitende Vertrieb von AIF-Anteilen wird erleichtert.

Contra: (1) Eine Höchstgrenze für die Vergabe von Fremdkapital an AIF ist nicht erforderlich.

(2) Verwalter von AIF, die Investitionen nicht über Hebeleffekte finanzieren, sollten die Wirksamkeit ihres Risiko- und Liquiditätsmanagements nicht nachweisen müssen.

(3) Die Verwalter von AIF sollten keinen Mindesteigenkapitalanforderungen unterliegen.

INHALT

Titel

Vorschlag KOM(2009) 207 vom 30. April 2009 für eine **Richtlinie** des Europäischen Parlaments und des Rates über die **Verwalter alternativer Investmentfonds** und zur Änderung der Richtlinien 2004/39/EG und 2009/--/EG.

Kurzdarstellung

► Allgemeines

- „Alternative Investmentfonds“ (AIF) sind Fonds, die (Art. 3 lit. a, 31 Abs. 4, 32, Erwägungsgrund 5):
 - hauptsächlich bei „professionellen“ Anlegern Mittel akquirieren, um sie zu investieren, und
 - nicht als Investmentfonds im Sinne der OGAW-Richtlinie (zum öffentlichen Vertrieb an Kleinanleger bestimmte Fonds) zugelassen werden müssen [vgl. Vorschlag KOM(2008) 458, dazu [CEP-Kurzanalyse](#)].
- Dazu zählen neben Private-Equity-Fonds und Hedgefonds vor allem Rohstoff- und Immobilienfonds.
- Die Richtlinie gilt nicht für (Art. 2 Abs. 2):
 - Banken, Direkt-, Lebens- und Rückversicherer sowie Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge,
 - Verwalter von Hedgefonds mit einem Volumen von weniger als 100 Mio. € und
 - Verwalter von Private-Equity-Fonds mit einem Volumen unter 500 Mio. €, die ihre Investitionen nicht über Hebeleffekte finanzieren und die ihren Anlegern in den ersten fünf Jahren keine Kündigung erlauben.
- Die Verwalter von AIF können natürliche oder juristische Personen sein (Art. 3 lit. b).
- Die Verwalter von AIF sollen einer EU-weit einheitlichen Aufsicht unterstellt werden, weil ihr Verhalten dazu beitragen kann, „Risiken über das Finanzsystem zu verbreiten und zu verstärken“ (Erwägungsgrund 2). Dabei hebt die Kommission insbesondere hervor, dass viele Fonds systematisch in großem Maßstab Fremdkapital (z.B. Bankkredite) einsetzen, um ihre Investitionen zu finanzieren („Hebeleffekt“, Art. 3 lit. l).

► Zulassungspflicht und Verhaltensanforderungen an Verwalter von AIF

- Wer einen AIF in der EU verwalten und/oder Anteile daran vertreiben will, benötigt dafür eine Zulassung seitens des Mitgliedstaats, in dem er sich niedergelassen hat (Art. 2 Abs. 1, 4 Abs. 1 und 3 lit. b).
- Hauptverwaltung und Verwalter eines AIF müssen ihren Sitz in demselben Mitgliedstaat haben (Art. 5).
- Die Verwaltung und der Vertrieb von AIF in der EU sind nur zulässig, solange der Verwalter
 - über die „gebotene Sachkenntnis“ verfügt, im Interesse der Fonds, der Anleger und der „Marktintegrität“ handelt und keinem Anleger eine Vorzugsbehandlung einräumt (Art. 9);
 - Interessenkonflikte durch „wirksame Maßnahmen“ ermittelt und vermeidet (Art. 10 Abs. 1);
 - durch ein jährlich überprüftes Risikomanagementsystem sicherstellt, dass:
 - bei Investitionen eine dem Risikoprofil des Fonds „angemessene“ Abwägung von Chancen und Risiken (due diligence) durchgeführt wird,
 - die vorhandenen Risiken für den Fonds jederzeit durch „angemessene“ Stresstests überwacht werden,
 - die Investitionen des Fonds auch tatsächlich der vereinbarten Anlagestrategie entsprechen,
 - die mit Leerverkäufen verbundenen Risiken „angemessen“ gesteuert werden (Art. 11);
 - durch ein „angemessenes“ Liquiditätsmanagementsystem sicherstellt, dass die getätigten Investitionen mit den Regeln des Fonds über die Rücknahme von Einlagen vereinbar sind und das Liquiditätsprofil der getätigten Investitionen eine Bedienung der Verbindlichkeiten zulässt (Art. 12),
 - Eigenkapital in Höhe von mindestens 125.000 € und ab einem verwalteten Vermögen von 250 Mio. € in Höhe von 2 Cent je weiterer 100 € (= 0,02%) vorhanden ist (Art. 14) und das Eigenkapital 25% der fixen Gemeinkosten des Vorjahres in keinem Fall unterschreitet (Art. 14).

► Möglichkeit der Zulassung von AIF für Kleinanleger

Die Mitgliedstaaten dürfen auf ihrem Gebiet den Vertrieb von AIF auch an Kleinanleger gestatten. Dabei dürfen sie strengere Auflagen für Verwalter von AIF und Zusatzanforderungen an AIF vorschreiben (Art. 32).

► **Informationspflichten gegenüber Anlegern und Aufsichtsbehörden**

- Der Verwalter eines AIF muss Interessenten im Vorfeld einer Anlage insbesondere aufklären über:
 - die Anlagestrategie und Ziele des Fonds, die Risiken der eingesetzten Techniken (z.B. Leerverkäufe), Liquiditätsrisiken sowie Voraussetzungen und potentiell Ausmaß der Nutzung von Fremdkapital;
 - die Verfahren, nach denen der Fonds die Anlagestrategie ändern kann;
 - Kündigungsrechte, Entgelte, Gebühren und Ausgaben (Art. 20).
- Der Verwalter eines AIF muss die zuständigen Behörden regelmäßig darüber informieren,
 - auf welchen Märkten und in welchen Anlagekategorien er hauptsächlich aktiv ist und welche Instrumente er dort einsetzt,
 - welchen Risiken und Risikokonzentrationen seine Fonds ausgesetzt sind und wie er diese Risiken steuert,
 - welche Anteile ihrer Anlagen illiquide sind und wie er ihr Liquiditätsmanagement angepasst hat,
 - welche Leerverkäufe er getätigt hat (Art. 21).
- Der Verwalter eines AIF muss Anlegern und Behörden einen geprüften Jahresbericht vorlegen, der eine Bilanz, eine Gewinn- und Verlustrechnung sowie einen Tätigkeitsbericht enthält (Art. 19).

► **Sonderbestimmungen für AIF, die Investitionen über Hebeleffekte finanzieren**

- Die Kommission kann Obergrenzen für den Einsatz von Fremdkapital bei hebel-finanzierten AIF einführen, wenn dies für die Stabilität des Finanzsystems notwendig ist (Art. 25 Abs. 3 und 4).
- Der Verwalter eines AIF, der in zwei von vier vorangegangenen Quartalen zusammengekommen mehr Fremdkapital eingesetzt hat als die Summe des Eigenkapitals des AIF – zumeist Hedgefonds – muss:
 - die Aufsichtsbehörde seines Heimatstaats „regelmäßig“ darüber informieren, ob die Fremdfinanzierung auf Kredite, Wertpapierleihgeschäfte oder auf Geschäfte mit Derivaten zurückgeht und wer die fünf größten Kreditgeber und Wertpapierleiher samt jeweiliger Höhe der Finanzierung sind (Art. 24).
 - seine Kunden vierteljährlich darüber informieren, wie viel Fremdkapital eingesetzt wurde (Art. 23),
- Anhand der gemeldeten Daten zum Fremdfinanzierungsanteil prüfen die Aufsichtsbehörden, ob sich daraus Gefahren für die Stabilität des Finanzsystems ergeben (Art. 25 Abs. 1 und 2).

► **Sonderbestimmungen für AIF, die einen beherrschenden Einfluss über Unternehmen ausüben**

- Erlangt ein AIF einen Stimmrechtsanteil von mindestens 30% an einem Unternehmen, muss der Verwalter den Anteilseignern und Arbeitnehmervertretern einen Entwicklungsplan für das Unternehmen sowie einen Plan zur Vermeidung von Interessenkonflikten vorlegen (Art. 28).
- Die genannten Pflichten gelten nicht für Beteiligungen an Unternehmen mit weniger als 250 Beschäftigten, einem Jahresumsatz bis 50 Mio. € und/oder einer Bilanzsumme bis 43 Mio. € (Art. 26 Abs. 2).

► **Sonderbestimmungen für AIF und Verwalter mit Sitz in Drittstaaten**

- Anteile an AIF mit Sitz in Drittstaaten dürfen an „professionelle“ Anleger in der EU vertrieben werden, wenn der Drittstaat den Informationsaustausch in Steuerfragen gemäß OECD-Abkommen garantiert (Art. 35).
- Ein Verwalter mit Sitz in einem Drittstaat darf in der EU nur dann AIF vertreiben, wenn dieser Drittstaat umgekehrt Verwaltern mit Sitz in der EU Marktzugang gewährt wird (Art. 39).
- Einzelne Verwaltungsaufgaben sowie die Bewertung von AIF dürfen an Verwalter oder Bewertungsstellen in Drittstaaten übertragen werden, wenn diese EU-Standards entsprechen (Art. 36 und 37).

► **Maßnahmen und Ermittlungen der Aufsichtsbehörden**

- Die Aufsichtsbehörden dürfen zur Feststellung von Verstößen gegen die Richtlinie (Art. 41 Abs. 2):
 - Unterlagen aller Art einsehen und kopieren,
 - von jeder Person Auskünfte verlangen, Personen vorladen und vernehmen,
 - angekündigte und unangekündigte Ermittlungen vor Ort durchführen und
 - Aufzeichnungen von Telefongesprächen und Datenübermittlungen anfordern.
- Wird eine Aufsichtsbehörde von der Behörde eines anderen Mitgliedstaats ersucht, mögliche Verstöße zu ermitteln, so kann sie die Untersuchung selbst durchführen oder es der ersuchenden Behörde gestatten, die Untersuchung selbst durchzuführen (Art. 47 Abs. 1). In letzterem Fall kann sie bei der ersuchenden Aufsichtsbehörde beantragen, deren Untersuchung durch eigenes Personal zu unterstützen (Art. 47 Abs. 2).
- Stellt eine Aufsichtsbehörde einen Verstoß gegen die Richtlinie fest, so muss sie „geeignete Maßnahmen“ ergreifen, die gewährleisten, dass der Verwalter seinen Pflichten nachkommt. Dazu gehören ein vorübergehendes Berufsverbot und die Verweisung an die Strafverfolgungsbehörden (Art. 42 Abs. 1).

► **Meldeverfahren vor Vertrieb von AIF-Anteilen**

Will ein zugelassener Verwalter Anteile an einem AIF in der EU vertreiben, so genügt es, wenn er der Aufsichtsbehörde seines Herkunftsmitgliedstaates diese Absicht mitteilt und Informationen zu dem betroffenen AIF und den Vorkehrungen für den Kleinanlegerschutz vorlegt (Art. 31 und 33).

► **Erlass von Durchführungsbestimmungen**

- Die Kommission wird Detailregelungen insbesondere zu folgenden Punkten erlassen, wenn ein Ausschuss nationaler Experten zustimmt und weder das Europäische Parlament noch der Rat widersprechen („Regelungsverfahren mit Kontrolle“):
 - Obergrenzen für den Einsatz von Fremdkapital bei AIF, die Hebeleffekte nutzen (Art. 25 Abs. 3 und 4).
 - die Zulassungsvoraussetzungen der „gebotenen“ Sachkenntnis, „wirksamer“ Kontrollen von Interessenkonflikten, „unabhängiger“ Bewertung sowie „angemessener“ Liquiditäts- und Risikomanagementsysteme (Art. 9 Abs. 2, 10 Abs. 3, 11 Abs. 3, 12 Abs. 3, 16 Abs. 4).

- Voraussetzungen für Investitionen von AIF in verbrieft Positionen (Art. 13)
- Voraussetzungen für die Anerkennung der Aufsicht, Verwaltung und Bewertung von AIF in einem Drittstaat als vergleichbar mit EU-Standards (Art. 37 bis 39).

Änderung zum Status quo

Bisher gibt es keine EU-Regulierung der Verwaltung alternativer Investmentfonds.

Subsidiaritätsbegründung

Nach Auffassung der Kommission sind die Mitgliedstaaten allein nicht in der Lage, die grenzüberschreitenden Wirkungen des Verhaltens der Verwalter von AIF angemessen zu überwachen.

Politischer Kontext

Der Vorschlag von EU-Binnenmarktkommissar McCreevy ist unter Druck des Europäischen Parlaments entstanden, das bereits seit Längerem für eine Regulierung von Hedgefonds plädiert. Auch die Staats- und Regierungschefs der G20 haben diese Forderung beim Gipfel in London Ende März 2009 aufgegriffen und sich darüber verständigt, alle am Finanzmarkt tätigen Akteure „angemessen“ zu regulieren.

Stand der Gesetzgebung

30.04.09 Annahme durch Kommission
Offen Annahme durch Europäisches Parlament und Rat, Veröffentlichung im Amtsblatt, Inkrafttreten

Politische Einflussmöglichkeiten

Federführende Generaldirektion:	GD Binnenmarkt
Ausschüsse des Europäischen Parlaments:	Wirtschafts- und Finanzausschuss (federführend); Recht
Ausschüsse des Deutschen Bundestags:	Offen
Entscheidungsmodus im Rat:	Qualifizierte Mehrheit (Annahme durch Mehrheit der Mitgliedstaaten und mit 255 von 345 Stimmen; Deutschland: 29 Stimmen)

Formalien

Kompetenznorm:	Art. 47 Abs. 2 EGV (Niederlassungsfreiheit)
Art der Gesetzgebungskompetenz:	Konkurrierende Gesetzgebungskompetenz
Verfahrensart:	Art. 251 EGV (Mitentscheidungsverfahren)

BEWERTUNG

Ökonomische Folgenabschätzung

Ordnungspolitische Beurteilung

Wie auch für andere Finanzmarktakteure gilt für Verwalter von AIF, dass eine detaillierte hoheitliche Regulierung nur mit dem Abwenden von Gefahren für die Finanzmarktstabilität begründet werden kann.

Die größte Gefahr für die Finanzmarktstabilität geht bei AIF davon aus, dass sich deren Verwalter in hohem Maße Fremdkapital von Banken leihen. Wenn eine große Zahl der damit finanzierten Investitionen gleichzeitig scheitert, können die kreditgebenden Banken in schwere Liquiditätsprobleme geraten.

Dass Verwalter von AIF, die Investitionen systematisch und in großem Umfang über Hebeleffekte finanzieren, den Behörden Höhe und Herkunft dieses Fremdkapitals melden sollen, ist zu begrüßen.

Mit diesen Informationen können Aufsichtsbehörden Risiken besser einschätzen und die makro-prudentielle Aufsicht – also die Aufsicht über die Stabilität des gesamten Finanzsystems – verbessern.

Die Einführung einer Höchstgrenze für den Anteil von Fremdkapital an AIF ist aber abzulehnen. Zum einen ist eine solche pauschale Vorschrift nicht sachgerecht, da der Einsatz von Fremdkapital nicht zwingend mit einem hohen Anlagerisiko einhergeht. AIF können auch relativ risikoarme Investitionen mit Fremdkapital finanzieren. Zum anderen wird das Ausfallrisiko erst bei den kreditgebenden Banken systemrelevant. Diese Banken sind aber bereits in einer risikogerechten Art durch die Eigenkapitalrichtlinie reguliert: Je größer das Ausfallrisiko eines Kredites, desto mehr muss er mit Eigenkapital hinterlegt werden. Dies gilt auch für Kredite an AIF. **Zur Verbesserung der Risikoeinschätzung bei der Kreditvergabe an AIF durch Banken sollte jedoch ein internationales Kreditregister eingerichtet werden,** das – ähnlich wie die Evidenzzentrale über Großkredite in Deutschland – in anonymisierter Form Informationen über die Inanspruchnahme großer Kredite durch Hedgefonds bereitstellt. Letztlich sollte aber die kreditgebende Bank entscheiden können, ob und zu welchen Bedingungen sie sich an riskanten Geschäften von AIF beteiligen will.

Die zweite Gefahr für die Finanzmarktstabilität geht bei AIF davon aus, dass insbesondere Hedgefonds in einem Herdenverhalten gleichzeitig große und gleichartige Positionen am Finanzmarkt auflösen können.

Regelmäßige Auskünfte der Verwalter zu den Märkten, auf denen sie tätig sind, den Instrumenten, die sie dabei einsetzen (z.B. Leerverkäufe), und den daraus erwachsenden Risiken können den Aufsichtsbehörden ein besseres Bild des systemischen Risikos zu vermitteln.

Wie bei allen Investoren einer bestimmten Größe lassen sich solche Risiken aber auch bei Hedgefonds nicht komplett ausschließen. Mit temporären Maßnahmen wie einem Verbot von Leerverkäufen oder dem Aussetzen des Börsenhandels können diese Risiken allerdings verringert werden.

Eine Verpflichtung für die Verwalter aller AIF, die Wirksamkeit ihrer internen Systeme für das Risiko- und Liquiditätsmanagement nachzuweisen, ist hingegen zu weit reichend und kann nicht mit dem Argument der Finanzmarktstabilität begründet werden.

Insbesondere solche AIF, die ihre Investitionen nicht in großem Maßstab durch Fremdkapital finanzieren und die in relativ illiquide Anlagen investieren, gefährden die Stabilität der Finanzmärkte nicht. In der Regel sind dies Beteiligungsgesellschaften, die mit einem hohen Anteil an Eigenkapital beispielsweise in Immobilien oder Anteile an nicht börsennotierten Unternehmen investieren.

Die vorgesehenen Informationspflichten gegenüber Anlegern sind abzulehnen, weil Anlegerschutz bei AIF nicht im gleichen Maß wie bei Publikumsfonds erforderlich ist. AIF stehen zueinander im Wettbewerb und werben um das Vertrauen einer relativ kleinen Gruppe professioneller Anleger, die bewusst ein hohes Risiko bis hin zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals eingehen. Dieser Wettbewerb kann Informationsbedürfnisse der Anleger besser erfüllen als starre gesetzliche Verpflichtungen. **Daher ist auch ein Mindesteigenkapital** in Höhe von 125.000 € bzw. 0,02% des verwalteten Vermögens **unnötig**. Die Anleger sollten selbst entscheiden können, ob und in welcher Höhe sie einen Risikopuffer für notwendig erachten.

Folgen für Effizienz und individuelle Wahlmöglichkeiten

Dass die Richtlinie Zulassungs- und Verhaltenspflichten mit der Befugnis zu einem EU-weiten Vertrieb von AIF an professionelle Anleger verknüpft, verbessert das Funktionieren des Binnenmarktes. Zur Senkung der Verwaltungskosten würde es beitragen, wenn Hauptverwaltung und Sitz des Verwalters – wie bereits bei OGAW-Investmentfonds zulässig – sich nicht im gleichen Mitgliedstaat befinden müssen.

Folgen für Wachstum und Beschäftigung

Vernachlässigbar.

Folgen für die Standortqualität Europas

Die verbesserte Aufsicht kann die Stabilität der europäischen Finanzmärkte stärken. Durch die Verflechtung der globalen Finanzmärkte hängt diese Stabilität aber auch von Aufsichtsstandards in anderen Teilen der Welt ab.

Juristische Bewertung

Kompetenz

Die Kompetenz folgt aus der Niederlassungsfreiheit (Art. 47 Abs. 2 EGV).

Subsidiarität

Unproblematisch.

Verhältnismäßigkeit

Wenn ein Mitgliedstaat einem anderen die Durchführung einer Untersuchung auf seinem Territorium gestattet, sollte er frei darüber entscheiden dürfen, ob er die Untersuchung mit eigenem Personal begleitet. Die vorgeschlagene Regelung, die dem angefragten Staat in dieser Konstellation lediglich ein Antragsrecht einräumt, greift übermäßig in die nationale Souveränität ein.

Da zahlreiche Detailregelungen erst später durch die Kommission – im Regelungsverfahren mit Kontrolle – verabschiedet werden sollen, ist eine Bewertung der Verhältnismäßigkeit insoweit nicht möglich. Dass wichtige Detailregelungen bis auf weiteres fehlen, führt freilich zu erheblicher Rechtsunsicherheit.

Vereinbarkeit mit EU-Recht

Weil alle Fonds, die nicht als Investmentfonds im Sinne der OGAW-Richtlinie zugelassen werden müssen, als AIF gelten, fehlt es der Richtlinie zwar an einer positiven Definition der AIF. Andererseits wird so sichergestellt, dass es im Bereich der Finanzmarktaufsicht keine Regelungslücken mehr gibt und alle denkbaren neuen Investmentstrukturen zumindest einer Regulierung als AIF unterliegen.

Vereinbarkeit mit deutschem Recht

Insbesondere das Investmentgesetz (InvG) müsste grundlegend überarbeitet werden. §§ 112 ff. InvG knüpfen an die vertriebenen Fonds an, während die vorgeschlagene Richtlinie Anforderungen an die Verwalter stellt.

Alternatives Vorgehen

Es sollte ein internationales Register über die Kreditvergabe durch Banken an AIF eingerichtet werden.

Mögliche zukünftige Folgemaßnahmen der EU

Viele wichtige Detailregelungen des Vorschlages werden noch im Ausschussverfahren konkretisiert.

Zusammenfassung der Bewertung

Auskunftspflichten für Verwalter von AIF, die in großem Maßstab auf Fremdkapital zurückgreifen, ermöglichen den Behörden eine bessere Übersicht über die Risiken für die Finanzmarktstabilität. Nicht erforderlich sind Höchstgrenzen für den Fremdkapitalanteil an AIF sowie Mindesteigenkapitalanforderungen. Auch Verhaltensanforderungen an AIF, die kein oder wenig Fremdkapital einsetzen und in relativ illiquide Anlagen investieren, sind überflüssig. Ein internationales Register über die Kreditvergabe durch Banken an AIF ist notwendig.