

# REGULIERUNG VON INVESTMENTFONDS

Vorschlag COM(2021) 721 vom 25. November 2021 für eine Richtlinie zur Änderung der Richtlinien 2011/61/EU [AIFM-Richtlinie] und 2009/65/EG [OGAW-Richtlinie]

cepAnalyse Nr. 7/2022

## KURZFASSUNG [\[zur Langfassung\]](#)

### Hintergrund | Ziel | Betroffene

**Hintergrund:** Als Reaktion auf die Finanzkrise wurden mit der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Richtlinie, s. [cepAnalyse](#)) und der Richtlinie zu Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW-Richtlinie, s. [cepAnalyse](#)) Regelwerke zur Regulierung von Investmentfonds etabliert. Mit gezielten Anpassungen der Richtlinien sollen nun u.a. Vorschriften für Kreditfonds, zum Liquiditätsmanagement, zu Verwahrdienstleistungen, zu Übertragungsvereinbarungen, zum Anlegerschutz und zu Berichtspflichten etabliert bzw. geändert werden.

**Ziel:** Die Kommission will den Binnenmarkt für Investmentfonds weiter stärken, ein hohes Anlegerschutzniveau gewährleisten und Finanzstabilitätsrisiken eindämmen.

**Betroffene:** Investmentfonds und ihre Verwalter, andere Finanzmarktakteure, Investoren.

### Kurzbewertung

#### Pro

- ▶ EU-Vorgaben zur Kreditvergabe durch AIFM stärken den Binnenmarkt und den Anlegerschutz. Durch Beschränkungen für die Kreditvergabe von Kreditfonds an einzelne Finanzunternehmen können Verflechtungen und dadurch bedingte Finanzstabilitätsrisiken eingedämmt werden.
- ▶ Dass AIFM bzw. OGAW-Verwaltungsgesellschaften EU-weit auf acht verschiedene LMT zurückgreifen können, stärkt den Anlegerschutz und die Stabilität der Finanzmärkte.
- ▶ Dass AIFM auf kleinen Märkten Verwahrstellen im EU-Ausland nutzen dürfen, verhindert, dass diese auf ineffiziente Verwahrstellen im Inland zurückgreifen müssen. Dies ist ein erster Schritt zur Vertiefung des Binnenmarkts.

#### Contra

- ▶ Dass Kreditfonds geschlossene Fonds sein müssen, wenn der Nominalwert vergebener Kredite 60% des Nettoinventarwerts des AIF übersteigt, schafft Rechtsunsicherheiten.
- ▶ Dem Vorschlag zur Stärkung der Transparenz zu Übertragungsvereinbarungen mangelt es an Rechtsklarheit und -sicherheit.
- ▶ Weitere Offenlegungen zu Gebühren und Entgelten sind unnötig. Bei vierteljährlicher Offenlegung sind sie oft ungenau und ihre Erhebung aufwendig. Dem Anlegerschutz ist damit nicht gedient.

### Kreditfonds [siehe Langfassung Kapitel A.1.2]

**Kommissionsvorschlag:** Die Kreditvergabe wird als legitime Tätigkeit von AIFM anerkannt. AIFM müssen für die Kreditvergabe durch einen von ihnen verwalteten AIF „wirksame Strategien, Verfahren und Prozesse“ einsetzen. Die Kreditvergabe an Kreditnehmer aus dem Finanzsektor wird beschränkt. AIF müssen 5% des Nominalwerts der von ihnen vergebenen und anschließend auf dem Sekundärmarkt verkauften Kredite einbehalten. AIF müssen geschlossene Fonds sein, sofern der Nominalwert der vergebenen Kredite 60% des Nettoinventarwerts des AIF übersteigt.

**cep-Bewertung:** Die Einsetzung von Strategien, Verfahren und Prozessen zur Kreditvergabe fördern ein solides Management der mit Kreditengagements verbundenen Risiken. Beschränkungen für die Kreditvergabe an Finanzunternehmen beugen der Verflechtung von Kreditfonds mit dem weiteren Finanzsystem vor, was systemische Risiken reduziert. Dass Kreditfonds vorzugsweise als geschlossene Fonds aufgelegt werden sollten, ist vernünftig. Der gewählte Regulierungsansatz schafft jedoch Rechtsunsicherheiten, da u.a. fraglich ist, wann der vorgesehene 60%-Schwellenwert greift.

## Instrumente zum Liquiditätsmanagement [siehe Langfassung Kapitel A.1.3 und A.2.2]

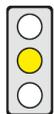
**Kommissionsvorschlag:** AIFM, die offene AIF verwalten, bzw. OGAW-Verwaltungsgesellschaften, müssen künftig grundsätzlich auf acht verschiedene Instrumente zum Liquiditätsmanagement (LMT) zurückgreifen können. Die Kommission erlässt technische Regulierungsstandards zur Präzisierung der Merkmale der acht verschiedenen LMT und den Kriterien für die Auswahl und den Einsatz der LMT. Die zuständigen Behörden können von einem AIFM bzw. einer OGAW-Verwaltungsgesellschaft die Aktivierung bzw. Deaktivierung eines LMT verlangen.



**cep-Bewertung:** Dass AIFM bzw. OGAW-Verwaltungsgesellschaften künftig EU-weit auf zumindest acht verschiedene LMT zurückgreifen können, verbessert den Anlegerschutz und stärkt die Stabilität der Finanzmärkte. Dass Behörden künftig ein LMT (de-)aktivieren können, ist zweischneidig. Einerseits verfügen nur AIFM bzw. OGAW-Verwaltungsgesellschaften über hinreichend Wissen über die richtige Wahl eines LMT. Andererseits preisen sie möglicherweise Finanzstabilitätsrisiken nicht vollumfänglich in ihr Entscheidungskalkül mit ein. Die Aufsichtsbehörden sollten daher nur im absoluten Notfall eingreifen dürfen.

## Verwahrdienstleistungen [siehe Langfassung Kapitel A.1.4]

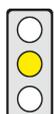
**Kommissionsvorschlag:** Die zuständigen Behörden können einem AIF erlauben, eine Verwahrstelle mit Sitz in einem anderen Mitgliedstaat zu benennen. Die geltende AIFM-Richtlinie erlaubt AIFM nur die Bestellung einer Verwahrstelle für ihre verwalteten, die in demselben Mitgliedstaat ansässig ist, wie der jeweilige AIF.



**cep-Bewertung:** Dass AIFM auf kleinen und konzentrierten Märkten nach Genehmigung ihrer Aufsichtsbehörde künftig Verwahrstellen im EU-Ausland nutzen dürfen, verhindert, dass diese auf ineffiziente Verwahrstellen und deren Dienstleistungen im Inland zurückgreifen müssen. Die Regelung kann jedoch nur eine Zwischenlösung sein. Die Kommission sollte nationale Vorschriften etwa im Wertpapierrecht vereinheitlichen, um auch für Verwahrstellen eine EU-Passregelung rasch einführen zu können. Nur so kann grenzüberschreitender Wettbewerb bei Verwahrdienstleistungen sichergestellt werden und ein einheitlicher Binnenmarkt entstehen.

## Übertragungsvereinbarungen [siehe Langfassung Kapitel A.1.5 und A.2.3]

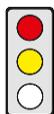
**Kommissionsvorschlag:** AIFM bzw. OGAW-Verwaltungsgesellschaften können Dritten, unter Voraussetzungen, Aufgaben zur Ausübung in ihrem Namen übertragen („Übertragungsvereinbarungen“). Übersteigt der Anteil an Funktionen der Portfolioverwaltung oder des Risikomanagements, den sie an Dritte aus Drittstaaten übertragen, den Anteil, den sie selbst erbringen, müssen die zuständigen Behörden des AIFM bzw. der OGAW-Verwaltungsgesellschaft der ESMA dies jährlich melden.



**cep-Bewertung:** Die Verbesserung der Transparenz zu Übertragungsvereinbarungen ist sachgerecht, da sie das Vertrauen der Aufsichtsbehörden in solche Delegationen stärken kann. Dem Vorschlag mangelt es jedoch noch an Rechtsklarheit und -sicherheit. Denn es fehlt insbesondere an klaren und zweifelsfreien Kriterien zur Feststellung, ob der Anteil an Funktionen, den ein AIFM bzw. eine OGAW-Verwaltungsgesellschaft an Dritte aus Drittstaaten überträgt, den Anteil, den er selbst erbringt, übersteigt.

## Anlegerschutz [siehe Langfassung Kapitel A.1.8]

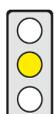
**Kommissionsvorschlag:** AIFM müssen Anleger künftig insbesondere informieren über „die Möglichkeit und die Bedingungen“ eines Einsatzes eines LMT (bei offenen AIF), bestimmte Gebühren, Entgelte und Kosten sowie über das Portfolio der vergebenen Kredite.



**cep-Bewertung:** Mehr Klarheit über einen möglichen LMT-Einsatz im Krisenfall kann Anleger in die Lage versetzen, ex ante eine fundiertere Anlageentscheidung zu treffen. Zusätzliche Offenlegungen zu Gebühren und Entgelten sind unnötig. Denn sie sind bei einer vierteljährlichen Offenlegung oft ungenau und ihre Erhebung aufwendig und teuer. Eine jährliche Offenlegungspflicht wäre daher ausreichend.

## Berichterstattung [siehe Langfassung Kapitel A.1.9 und A.2.5]

**Kommissionsvorschlag:** AIFM bzw. OGAW-Verwaltungsgesellschaften müssen regelmäßig Bericht erstatten über alle Märkte und Instrumente, auf bzw. mit denen er handelt, alle Risiken seines AIF bzw. OGAW-Fonds, sowie alle Kategorien von Vermögenswerten, in die der AIF bzw. OGAW-Fonds investiert hat. Die ESMA muss einen Bericht zur „Entwicklung einer integrierten aufsichtlichen Datenerhebung“ vorlegen, der auf mögliche Dopplungen und Inkonsistenzen zwischen den zahlreichen Berichterstattungspflichten in den EU-Regelwerken für den Finanzsektor eingehen soll.



**cep-Bewertung:** Die Erstellung eines Berichts durch die ESMA zur Entwicklung einer integrierten aufsichtlichen Datenerhebung ist ein sachgerechter erster Schritt. Denn AIFM und OGAW-Verwaltungsgesellschaften müssen oft dieselben oder ähnliche Informationen, zu unterschiedlichen Zeitpunkten, auf verschiedenen Wegen und Formaten an diverse Adressaten melden, was oft zu unnötigem Bürokratieaufwand führt. Gleichzeitig eine Ausweitung der Berichtspflichten vorzuschlagen, ist jedoch nicht angemessen. Es wäre sinnvoller, zunächst die anvisierte Konsolidierung der Berichtspflichten abzuwarten.