

Vorschlag COM(2021) 721 vom 25. November 2021 für eine **Richtlinie** des Europäischen Parlaments und des Rates zur **Änderung der Richtlinien 2011/61/EU [AIFM-Richtlinie] und 2009/65/EG [OGAW-Richtlinie] im Hinblick auf Übertragungsvereinbarungen, Liquiditätsrisikomanagement, die aufsichtliche Berichterstattung, die Erbringung von Verwahr- und Hinterlegungsdienstleistungen und die Kreditvergabe durch alternative Investmentfonds.**

PAKET ZUR KAPITALMARKTUNION: INVESTMENTFONDS

cepAnalyse Nr. 7/2022

LANGFASSUNG

A.	WESENTLICHE INHALTE DES EU-VORHABENS	3
1	Überarbeitung der Richtlinie über alternative Investmentfonds (AIF)	3
1.1	Hintergrund und Ziele.....	3
1.2	Einheitliche Vorschriften für kreditgebende AIF	3
1.3	Einsatz von Instrumenten zum Liquiditätsmanagement	3
1.4	Verwahrdienstleistungen.....	4
1.5	Übertragungsvereinbarungen	4
1.6	Erlaubte AIF-Tätigkeiten	4
1.7	Zulassungsanforderungen	5
1.8	Anlegerschutz	5
1.9	Berichterstattung.....	5
1.10	Inkrafttreten/Umsetzung.....	5
2	Überarbeitung der Richtlinie über OGAW-Investmentfonds.....	6
2.1	Hintergrund und Ziele.....	6
2.2	Einsatz von Instrumenten zum Liquiditätsmanagement (LMT)	6
2.3	Übertragungsvereinbarungen	6
2.4	Zulassungsanforderungen	6
2.5	Berichterstattung.....	6
2.6	Inkrafttreten/Umsetzung.....	6
B.	JURISTISCHER UND POLITISCHER KONTEXT	7
1	Stand der Gesetzgebung	7
2	Politische Einflussmöglichkeiten	7

3	Formalien	7
C.	BEWERTUNG	7
1	Ökonomische Folgenabschätzung.....	7
D.	FAZIT	12

A. Wesentliche Inhalte des EU-Vorhabens

1 Überarbeitung der Richtlinie über alternative Investmentfonds (AIF)

1.1 Hintergrund und Ziele

- ▶ „Alternative Investmentfonds“ (AIF) sind Fonds, die hauptsächlich bei professionellen Anlegern Gelder akquirieren, um sie zu investieren. Dazu zählen etwa Private-Equity-Fonds, Hedgefonds sowie Rohstoff- und Immobilienfonds. AIF werden von Verwaltern (Alternative Investment Fund Managers, AIFM) gemanagt.
- ▶ Die AIFM-Richtlinie 2011/61/EU (s. [cepAnalyse](#)) legt Vorschriften für die Zulassung, die laufende Tätigkeit und die Transparenz der AIFM fest, die AIF in der EU verwalten und/oder vertreiben [Art. 1]. Die Verabschiedung der Richtlinie war eine Reaktion auf die Verwerfungen, die mit der globalen Finanzkrise einhergingen [S. 1].
- ▶ Laut Kommission wurden die Ziele der Richtlinie – Stärkung des Binnenmarkts für AIF, ein hohes Anlegerschutzniveau und die Eindämmung von Finanzstabilitätsrisiken – „weitgehend“ erreicht. Sie sieht jedoch an einigen Stellen Anpassungsbedarf. Die Kommission will [S. 1–4, Erwägungsgrund 1]
 - die Vorschriften für AIFM, die kreditgebende AIF verwalten, harmonisieren,
 - die Vorgaben für den Einsatz von Instrumenten zum Liquiditätsmanagement vereinheitlichen,
 - die Regelungen für AIFM, die Aufgaben an Dritte übertragen, konkretisieren,
 - AIFM den Zugang zu Verwahrdienstleistungen im EU-Ausland erleichtern,
 - die Anforderungen für die Zulassung von AIFM strenger fassen,
 - die Offenlegungspflichten gegenüber Anlegern verschärfen,
 - AIFM zusätzlichen Berichterstattungspflichten zur Verbesserung der Aufsicht unterwerfen, und
 - den Kreis der Tätigkeiten, die AIFM erbringen dürfen, erweitern.

1.2 Einheitliche Vorschriften für kreditgebende AIF

- ▶ Die Kommission will die Vorschriften für AIFM, die kreditgebende AIF verwalten, harmonisieren [Erwägungsgrund 9].
 - Die „Vergabe von Krediten“ wird explizit als legitime Tätigkeit von AIFM anerkannt [neuer Anhang I Nr. 3]. Dies ermöglicht es AIF auch innerhalb der EU grenzüberschreitend Kredite zu vergeben [S. 16].
 - AIFM müssen für die Vergabe von Krediten durch einen von ihm verwalteten AIF „wirksame Strategien, Verfahren und Prozesse“ einsetzen. Sie müssen diese auf dem neuesten Stand halten und zumindest jährlich überprüfen [neuer Art. 15 Abs. 3 lit. d]
 - Vergibt ein AIF einen Kredit an einen einzelnen Kreditnehmer darf dieser maximal 20% des Kapitals des AIF betragen, sofern der Kreditnehmer eine Bank, eine (Rück-)Versicherung, eine Wertpapierfirma oder ein Investmentfonds ist [neuer Art. 15 Abs. 4a]. Die Anlagebeschränkung [neuer Art. 15 Abs. 4b und 4c]
 - entfällt nach Laufzeitende des AIF, sobald dieser Vermögenswerte verkauft, um Fondanteile von den Anlegern zurückzunehmen,
 - wird für maximal ein Jahr ausgesetzt, sofern der AIF neues Kapital aufnimmt oder altes reduziert, und
 - gilt ab einem in der Satzung oder den Vertragsbedingungen des AIF festgelegten Datum; dieses Datum darf maximal bei der Hälfte der Laufzeit des AIF liegen, jedoch kann die für den AIFM zuständige Behörde eine maximal einjährige Verlängerung der Frist bei „außergewöhnlichen Umständen“ genehmigen.
 - Kredite eines AIF an seinen AIFM, an seine Verwahrstelle und an Dritte, denen sein AIFM Aufgaben übertragen hat, sind verboten [neuer Art. 15 Abs. 4d].
 - Ein AIF muss dauerhaft 5% des Nominalwerts eines von ihm vergebenen und anschließend auf dem Sekundärmarkt verkauften Kredits einbehalten [neuer Art. 15 Abs. 4e].
 - Ein AIF muss ein geschlossener Fonds sein, sofern der Nominalwert der vergebenen Kredite 60% des Nettoinventarwerts des AIF übersteigt [neuer Art. 16 Abs. 2a].

1.3 Einsatz von Instrumenten zum Liquiditätsmanagement

- ▶ Instrumente für das Liquiditätsmanagement (Liquidity Management Tools, LMT) sind Instrumente, die es AIFM, die offene AIF verwalten, ermöglichen, in schwierigen Marktlagen dem „Rückgabedruck zu begegnen“ und Anlegergelder besser zu schützen. Die Kommission will die Vorschriften für die Verwendung von LMTs durch AIFM harmonisieren [S. 3, Erwägungsgrund 21]:
 - AIFM, die offene AIF verwalten, müssen künftig grundsätzlich auf acht verschiedene LMT zurückgreifen können [neuer Art. 16 Abs. 2e, Anhang V].

- In jedem Fall müssen AIFM als LMT die Rückgabe und Zeichnungen von AIF-Anteilen vorübergehend aussetzen können. Solche Aussetzungen [neuer Art. 16 Abs. 2c]
 - sind auf „außergewöhnliche Fälle“ beschränkt,
 - müssen entsprechend der Umstände „erforderlich“ sein, und
 - müssen im Interesse der Anleger gerechtfertigt sein.
- Zudem müssen AIFM aus drei spezifischen LMT – vollumfängliche oder teilweise Rückgabesperren, Kündigungsfristen und Rückgabegebühren – der insgesamt acht LMT mindestens ein LMT auswählen, dass sie, falls nötig, einsetzen würden. Der AIFM muss diese(s) auf Grundlage der verfolgten Anlagestrategie, des Liquiditätsprofils und der Rücknahmepolitik auswählen sowie Strategien und Verfahren zur Aktivierung bzw. Deaktivierung des gewählten LMT festlegen. [neuer Art. 16 Abs. 2b]
- Die Aktivierung bzw. Deaktivierung eines LMT durch einen AIFM muss der zuständigen Behörde gemeldet werden [neuer Art. 16 Abs. 2d].
- Die Kommission erlässt technische Regulierungsstandards [neuer Art. 16 Abs. 2h]
 - zur Präzisierung der Merkmale der acht verschiedenen LMT, und
 - zu den Kriterien für die Auswahl und den Einsatz der LMT.
 Die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) erarbeitet die Entwürfe zu den beiden Regulierungsstandards [neuer Art. 16 Abs. 2f und 2g].
- Die zuständigen Behörden erhalten die Befugnis von einem AIFM die Aktivierung bzw. Deaktivierung eines LMT zu verlangen [geänderter Art. 46 Abs. 2 lit. j]. Die Kommission erlässt, auf Basis von Entwürfen der ESMA, technische Regulierungsstandards zu den Situationen, die den zuständigen Behörden erlauben würden, die Befugnisse auszuüben [Art. 50 Abs. 7]

1.4 Verwahrdienstleistungen

- ▶ „Verwahrstellen“ – i.d.R. Banken oder Wertpapierfirmen – stellen sicher, dass Vermögenswerte eines AIF sicher verwahrt werden [Art. 21]. Die Kommission will das grenzüberschreitende Angebot von Verwahrdienstleistungen durch Verwahrstellen fördern:
 - Nach der geltenden AIFM-Richtlinie müssen AIFM für ihre verwalteten AIF Verwahrstellen bestellen, die in demselben Mitgliedstaat ansässig sind, wie der jeweilige AIF. Künftig können die zuständigen Behörden eines AIF diesen auch erlauben, eine Verwahrstelle mit Sitz in einem anderen Mitgliedstaat zu benennen. [geänderter Art. 61 Abs. 5]
 - Verwahrstellen müssen künftig nicht nur mit der für sie selbst zuständigen Behörde zusammenarbeiten und ihr Informationen bereitstellen, sondern auch mit den zuständigen Behörden des AIF, der sie beauftragt hat, sowie den zuständigen Behörden des AIFM, der den AIF verwaltet, sofern diese Behörden in einem anderen Mitgliedstaat als die Verwahrstelle ansässig sind [geänderter Art. 21 Abs. 16].

1.5 Übertragungsvereinbarungen

- ▶ AIFM können Dritten, unter Voraussetzungen, Aufgaben zur Ausübung in ihrem Namen übertragen („Übertragungsvereinbarungen“). Darunter fällt etwa die Portfolioverwaltung oder das Risikomanagement. [Art. 20]. Die Kommission will einige Vorschriften zu Übertragungsvereinbarungen konkretisieren:
 - Beantragen AIFM eine Zulassung bei der zuständigen Behörde ihres Herkunftsmitgliedstaats müssen sie Angaben über die getroffenen Übertragungsvereinbarungen machen. Künftig müssen sie auch darüber informieren, welche „personellen und technischen Ressourcen“ sie einsetzen, um den beauftragten Dritten zu überwachen und zu kontrollieren. [geänderter Art. 7 Abs. 2 lit. e]
 - Übersteigt der Anteil an Funktionen der Portfolioverwaltung oder des Risikomanagements, den ein AIFM an Dritte aus Drittstaaten überträgt, den Anteil, den er selbst erbringt, müssen die zuständigen Behörden des AIFM der ESMA dies jährlich melden [geänderter Art. 7 Abs. 5]. Die Kommission erlässt auf Basis von Entwürfen der ESMA technische Regulierungsstandards zu Inhalt, Vorlagen und Verfahren der Meldungen [neuer Art. 7 Abs. 8]. Zumindest alle zwei Jahre berichtet die ESMA dem Europäischen Parlament, dem Rat und der Kommission über die Marktpraktiken im Hinblick auf Übertragungen an Drittstaaten [neuer Art. 7 Abs. 9].
 - Zumindest alle zwei Jahre analysiert die ESMA die Aufsichtspraxis der zuständigen Behörden im Hinblick auf Übertragungsvereinbarungen. Dabei prüft sie insbesondere die von den Behörden getroffenen Maßnahmen zur Verhinderung der Entstehung von Briefkastenfirmen in Drittstaaten. [neuer Art. 38a]

1.6 Erlaubte AIF-Tätigkeiten

- ▶ Die Kommission will den AIFM erlauben, eine Reihe weiterer Tätigkeiten zu erbringen:

- AIFM können künftig auch [neuer Art. 6 Abs. 4 lit. c und d, Annex I]
 - Referenzwerte („Benchmarks“) verwalten, d.h. die Kontrolle über die Bereitstellung eines Referenzwertes ausüben,
 - Kreditdienstleistungen erbringen, d.h. u.a. die Bedienung eines Kredites überwachen,
 - Kredite vergeben, und
 - die Verwaltung von Verbriefungszweckgesellschaften übernehmen.

1.7 Zulassungsanforderungen

- ▶ Die Kommission will einige Zulassungsanforderungen verschärfen:
 - AIFM müssen in ihrem Zulassungsantrag bei der zuständigen Behörde insbesondere angeben, wie sie den aus der Richtlinie erwachsenden Pflichten nachkommen wollen. Künftig müssen sie dabei detailliert über die personellen und technischen Ressourcen informieren, die sie hierfür einsetzen wollen. [geänderter Art. 7 Abs. 2]
 - Die Geschäftsführer von AIFM müssen „ausreichend zuverlässig“ sein und bezüglich der Anlagestrategie des AIF über „ausreichende Erfahrung“ verfügen. Diese Bedingung mussten bisher mindestens zwei Personen in der Geschäftsführung erfüllen. Künftig müssen diese Personen explizit [geänderter Art. 8 Abs. 1 lit. c]
 - hauptberuflich bei dem AIFM beschäftigt sein oder sich hauptberuflich zur Geschäftsführung verpflichten, und
 - ihren Wohnsitz in der EU haben.

1.8 Anlegerschutz

- ▶ Die Kommission will AIFM strengeren Offenlegungspflichten gegenüber ihren Anlegern unterwerfen:
 - AIFM müssen Anleger künftig, bevor diese eine Anlage in einen AIF tätigen, informieren über
 - „die Möglichkeit und die Bedingungen“ eines Einsatzes eines LMT (bei offenen AIF) [geänderter Art. 23 Abs. 1 lit. h]
 - Gebühren und Entgelte, die für den Betrieb des AIF erhoben und vom AIFM getragen werden [neuer Art. 23 Abs. 1 lit. ia]
 - AIFM müssen Anleger künftig informieren über [neuer Art. 23 Abs. 4 lit. d, e und f]
 - das Portfolio der vergebenen Kredite,
 - die Gebühren und Kosten, die dem AIF oder einer seiner Anlagen in Rechnung gestellt oder zugeordnet wurden (vierteljährlich), und
 - die Gründung von Mutter-, Tochter- oder Zweckgesellschaft, die vom AIFM oder dessen Mitarbeitern bezüglich AIF-Anlagen gegründet wurden (vierteljährlich).

1.9 Berichterstattung

- ▶ Die Kommission will zur Verbesserung der Aufsicht bestehende Berichterstattungspflichten verschärfen:
 - AIFM müssen bisher ihren zuständigen Behörden regelmäßig Bericht erstatten über die [Art. 24 Abs. 1 und Abs. 2 lit. d]
 - „wichtigsten“ Märkte und Instrumente, auf bzw. mit denen er handelt,
 - „größten“ Risiken und Konzentrationen seines AIF, sowie,
 - „wichtigsten“ Kategorien von Vermögenswerten, in die sein AIF investiert hat.
 - Künftig müssen AIFM regelmäßig Bericht erstatten über [geänderter Art. 24 Abs. 1, entfernter Abs. 2 lit. d]
 - „alle“ Märkte und Instrumente, auf bzw. mit denen er handelt,
 - „alle“ Risiken seines AIF, sowie
 - „alle“ Kategorien von Vermögenswerten, in die der AIF investiert hat.
 - Die ESMA legt, mit Unterstützung der EZB, der anderen Europäischen Finanzaufsichtsbehörden (EBA, EIOPA) sowie den nationalen Aufsichtsbehörden, spätestens zwei Jahre nach Inkrafttreten der Richtlinie einen Bericht zur „Entwicklung einer integrierten aufsichtlichen Datenerhebung“ vor. Der Bericht soll insbesondere auf mögliche Dopplungen und Inkonsistenzen zwischen den zahlreichen Berichterstattungspflichten in den EU-Regelwerken für den Finanzsektor eingehen sowie Wege zur Standardisierung und effizienten Weitergabe und Nutzung gemeldeter Daten aufzeigen. [neuer Art. 69b Abs. 2 und 3]

1.10 Inkrafttreten/Umsetzung

- ▶ Die Mitgliedstaaten haben 24 Monate Zeit die vorliegende Richtlinie umzusetzen.

2 Überarbeitung der Richtlinie über OGAW-Investmentfonds

2.1 Hintergrund und Ziele

- ▶ „Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren“ (OGAW) sind Fonds, deren ausschließlicher Zweck darin besteht, beim Publikum beschaffte Gelder für die gemeinsame Anlage in Wertpapieren und/oder bestimmte Finanzanlagen zu investieren, wobei Anleger auf Verlangen jederzeit Anteile zurückgeben und auszahlen lassen können [Art. 1 Abs. 2].
- ▶ Die Richtlinie 2009/65/EG (s. [cepAnalyse](#)) legt insbesondere Vorschriften für die Zulassung, die laufende Tätigkeit und die Transparenz der OGAW fest.
- ▶ Die Kommission will, dass einige der für AIFM geplanten Änderungen auch für OGAW gelten sollten, um einen Gleichlauf der Anforderungen zwischen den beiden Fondsgattungen sicherzustellen [S. 1 und 2].

2.2 Einsatz von Instrumenten zum Liquiditätsmanagement (LMT)

- ▶ OGAW müssen weitgehend dieselben neuen Vorgaben für den Einsatz von LMT wie AIFM einhalten [neuer Art. 18a, geänderter Art. 84 Abs. 2, 3 und 3a-3f].

2.3 Übertragungsvereinbarungen

- ▶ OGAW müssen wie AIFM die zuständigen Behörden darüber informieren, welche „personellen und technischen Ressourcen“ sie einsetzen, um beauftragte Dritten zu überwachen und zu kontrollieren [neuer Art. 7 Abs. 1 lit. e].
- ▶ Wie bei AIFM müssen auch bei OGAW die zuständigen Behörden die ESMA jährlich darüber informieren, wenn der Anteil an Funktionen der Portfolioverwaltung oder des Risikomanagements, den ein OGAW an Dritte aus Drittstaaten überträgt, den Anteil, den er selbst erbringt, übersteigt. Auch bei OGAW erlässt die Kommission auf Basis von Entwürfen der ESMA technische Regulierungsstandards zu Inhalt, Vorlagen und Verfahren der Meldungen. [neuer Art. 13 Abs. 3 und 4]
- ▶ Wie bei AIFM berichtet die ESMA auch bei OGAW zumindest alle zwei Jahre dem Europäischen Parlament, dem Rat und der Kommission über die Marktpraktiken im Hinblick auf Übertragungen an Drittstaaten [neuer Art. 13 Abs. 5]. Dabei prüft sie auch die von den Behörden getroffenen Maßnahmen zur Verhinderung der Entstehung von Briefkastenfirmen in Drittstaaten. [neuer Art. 101a]
- ▶ Eine OGAW-Verwaltungsgesellschaft, die Aufgaben auf einen Dritten übertragen will, muss die „gesamte Struktur“ der Aufgabenübertragung mit „objektiven Gründen“ rechtfertigen können [neuer Art. 13 Abs. 1 lit. j].

2.4 Zulassungsanforderungen

- ▶ Wie AIFM müssen auch OGAW-Verwaltungsgesellschaften in ihrem Zulassungsantrag bei der zuständigen Behörde detailliert über die personellen und technischen Ressourcen informieren, die sie für die Geschäftsführung einsetzen. OGAW-Verwaltungsgesellschaften müssen zudem künftig Informationen zu den Geschäftsführern bereitstellen. [geänderter Art. 7 Abs.1 lit. c]
- ▶ Wie AIFM müssen auch OGAW-Verwaltungsgesellschaften mindestens zwei Personen in der Geschäftsführung hauptberuflich bei dem AIFM beschäftigt sein oder sich hauptberuflich zur Geschäftsführung verpflichten, und ihren Wohnsitz in der EU haben [geänderter Art. 7 Abs.1 lit. b].

2.5 Berichterstattung

- ▶ Wie AIFM müssen OGAW-Verwaltungsgesellschaften ihren zuständigen Behörden regelmäßig Bericht erstatten über alle Märkte und Instrumente, auf bzw. mit denen er handelt [neuer Art. 20a]. Die ESMA soll wie für AIFM auch für OGAW-Verwaltungsgesellschaften einen Bericht zur „Entwicklung einer integrierten aufsichtlichen Datenerhebung“ vorlegen [neuer Art. 20b].

2.6 Inkrafttreten/Umsetzung

- ▶ Die Mitgliedstaaten haben 24 Monate Zeit die vorliegende Richtlinie umzusetzen.

B. Juristischer und politischer Kontext

1 Stand der Gesetzgebung

25.11.2021 Annahme durch Kommission

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

2 Politische Einflussmöglichkeiten

Generaldirektion: GD Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und Kapitalmarktunion

Ausschüsse des Europäischen Parlaments: Wirtschaft und Währung (ECON), Berichterstatterin AIFM- und OGAW-Review: Isabel Benjumea Benjumea (EVP-Fraktion, ES)

Bundesministerien: Finanzen (federführend)

Ausschüsse des Deutschen Bundestags: Finanzen (federführend)

Entscheidungsmodus im Rat: Qualifizierte Mehrheit (Annahme durch 55% der Mitgliedstaaten, die 65% der EU-Bevölkerung ausmachen)

3 Formalien

Kompetenznorm: Art. 53 Abs. 1 AEUV (Aufnahme und Ausübung selbstständiger Tätigkeiten)

Art der Gesetzgebungszuständigkeit: Geteilte Zuständigkeit (Art. 4 Abs. 2 AEUV)

Verfahrensart: Art. 294 AEUV (ordentliches Gesetzgebungsverfahren)

C. Bewertung

1 Ökonomische Folgenabschätzung

Die europäische Investmentfondsbranche wächst. Laut Zahlen des Europäischen Rechnungshofs lässt sich allein zwischen 2011 und 2020 eine Zunahme der Nettoinventarwerte der Investmentfonds von 119% feststellen. Die 64.000 Investmentfonds, die in der EU ihren Sitz haben, verwalteten demnach Ende 2020 Anlagegelder in Höhe von nahezu 19 Billionen Euro. Damit ist die EU zwar der zweitgrößte Markt für die Branche, sie liegt jedoch weit hinter den Vereinigten Staaten zurück.¹ Dies liegt auch an der Tatsache, dass viele EU-Bürger ihre Anlagegelder nach wie vor in erster Linie als Einlagen halten, anders als etwa die Anleger in den USA², und die Bankenbranche – trotz der zunehmenden Regulatorik in Folge der Finanzkrise und der Niedrigzinspolitik der Zentralbanken – für die Finanzierung von Unternehmen nach wie vor eine zentrale Rolle spielt.

Seit mehreren Jahren unternimmt die EU-Kommission daher unter dem Schlagwort „Kapitalmarktunion“ zahlreiche Schritte, um die europäischen Kapitalmärkte als alternatives Finanzierungsumfeld zu stärken. Auch wenn bei der Verabschiedung der beiden Investmentfonds-Richtlinien (AIFM-Richtlinie und OGAW-Richtlinie), als Reaktion auf die Finanzkrise, der Fokus auf der Verbesserung des Anlegerschutzes sowie der Sicherstellung der Stabilität der Finanzmärkte lag, sollten die getroffenen harmonisierenden Maßnahmen auch dazu beitragen, zu einer Vollendung des Binnenmarkts für Investmentfonds beizutragen, um gegenüber den USA aufzuholen. Heute ist der europäische Markt jedoch weiterhin stark konzentriert und die meisten Investmentfonds beschränken sich auf lokale Märkte. So sitzt ein Großteil der Investmentfonds in nur vier EU-Staaten, nämlich Luxemburg, Deutschland, Frankreich sowie Irland. Die Mehrzahl dieser Fonds ist allein für den inländischen Markt registriert bzw. zugelassen. Der grenzüberschreitende Vertrieb findet bisher nur in sehr eingeschränktem Ausmaß statt.³ Von einem echten Binnenmarkt für Investmentfonds kann daher bisher nicht gesprochen werden.

¹ Europäischer Rechnungshof, Sonderbericht 04/2022: Investmentfonds: Die Maßnahmen der EU haben noch nicht zu einem echten Binnenmarkt zum Vorteil der Anleger geführt.

² EU-Haushalte hielten Ende 2020 37% ihrer finanziellen Vermögenswerte in Einlagen, US-Haushalte hingegen nur 16% [Ibd. S. 10].

³ Europäischer Rechnungshof, Sonderbericht 04/2022: Investmentfonds: Die Maßnahmen der EU haben noch nicht zu einem echten Binnenmarkt zum Vorteil der Anleger geführt.

Jeder Schritt der Kommission, der dafür sorgt, Hemmnisse für die Schaffung einer Kapitalmarktunion abzubauen, verdient daher Unterstützung. Denn nur ein integrierter europäischer Kapitalmarkt stellt sicher, das Kapital – zumindest innerhalb der EU – dorthin fließen kann, wo es am effizientesten eingesetzt werden kann. Der Abbau von Hemmnissen im grenzüberschreitenden Kapitalverkehr stärkt zudem den Wettbewerb und steigert das Wachstumspotential der EU.

Kreditfonds

Ein solcher fragmentierter EU-Markt lässt sich auch bei kreditgebenden AIF (im Folgenden: „Kreditfonds“) beobachten. Dieses Marktsegment, das regelmäßig als ein Teil des so genannten Schattenbanksystems betrachtet wird, hat in den vergangenen Jahren rasant an Bedeutung gewonnen und bereits heute ein Volumen von ca. 250 Milliarden Euro erreicht.⁴ Kreditfonds haben sich insbesondere als alternative Finanzierungsquelle für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) etabliert, die es schwer haben, über andere marktbasierende Finanzierungskanäle an Kapital zu gelangen oder sich über Bankkredite zu refinanzieren. Die Entwicklung wird zumeist damit begründet, dass sich, zum einen, Banken aus diesen Segment (teilweise) verabschiedet hätten, etwa aufgrund strengerer regulatorischer Anforderungen, und, zum anderen, dass institutionelle Investoren (z.B. Pensionsfonds) Kreditfonds, auf der Suche nach Rendite im aktuellen Niedrigzinsumfeld, als attraktives Anlagevehikel entdeckt hätten.^{5,6} Einige Mitgliedstaaten haben auf diese Entwicklung reagiert und in den vergangenen Jahren auf nationaler Ebene zielgerichtete Vorschriften für Kreditfonds geschaffen, die über die allgemeinen Vorschriften der AIFM-Richtlinie hinausgehen. Zu diesen Ländern zählen neben Malta, Irland, Spanien, Italien auch Frankreich und Deutschland.⁷ Die Implementierungen dieser nationalen Vorschriften vermögen zwar sachgerecht (gewesen) sein, sie rufen jedoch Risiken für Regulierungsarbitrage hervor, erhöhen die Befolgungskosten für AIFM, da sie sich auf verschiedenste Regulierungsregime einstellen müssen, und stehen der Schaffung eines gemeinsamen Binnenmarktes entgegen. Dass die Kommission daher nun im Rahmen des AIFMD-Reviews einige gemeinsame Vorgaben für Kreditfonds anvisiert, ist in diesem Sinne angemessen.

Zunächst stellt sich jedoch die Frage, ob eine Notwendigkeit für ein abgestimmtes Regulierungsregimes für Kreditfonds überhaupt besteht. Dazu einige Gedanken: Systemische Risiken für die Finanzmarktstabilität, ein zentrales Motiv für die Regulierung der Finanzmärkte und ihrer Akteure, entstehen durch die Kreditvergabe durch AIF, im Gegensatz zur Kreditvergabe durch Banken, regelmäßig nur in begrenztem Maße. Das liegt insbesondere an der eingeschränkten Verflochtenheit mit anderen Kapitalmarktakteuren⁸ und der relativ gesehen einfachen Substituierbarkeit eines Kreditfonds im Fall seines Konkurses durch andere Finanzierungsquellen. Auch die Größe der Kreditfonds ist derzeit noch begrenzt, auch wenn dieser Faktor für sich genommen nur begrenzte Relevanz für die Einschätzung der systemischen Relevanz hat.⁹ Regulierung allein aufgrund dieser Risiken erscheint daher (derzeit) nicht zwingend. Nichtsdestotrotz könnten bestimmte, gezielte Regulierungsschritte dazu beitragen, etwaige systemische Risiken bereits im Keim zu ersticken. Die Regulierung von Kreditfonds kann darüber hinaus insbesondere aus Gründen des Anlegerschutzes gerechtfertigt sein, da mit der Anlage in Kreditfonds zahlreiche Risiken einhergehen können. So können etwa Konzentrationsrisiken entstehen, insbesondere wenn sich Kreditfonds auf bestimmte Unternehmen und Branchen fokussieren. Auch können Liquiditätsrisiken auftreten, da private Kreditengagements in der Regel illiquide sind und Sekundärmärkte für diese Kredite nicht oder nur eingeschränkt existieren. Dieses Illiquiditätsrisiko stellt insbesondere bei einem plötzlichen Verlust des Vertrauens der Anleger eine Gefahr dar, sollten diese abrupt

⁴ Duncan Woollard, Partner, Paul Hastings (2022): Guest post: What AIFMD II means for private debt funds, 10 February 2022, <https://iqeq.com/insights/guest-post-what-aifmd-ii-means-private-debt-fundshttps://iqeq.com>.

⁵ Dr. Juliane Gerstenberger (2019): Kreditfonds auf Wachstumskurs – aber bisher noch Nischenanbieter, KfW Research Fokus Volkswirtschaft, Nr. 239, 8. Januar 2019.

⁶ SWD(2021) 340 final, Commission Staff Working Document, Impact assessment report, Accompanying the Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2011/61/EU and 2009/65/EC as regards delegation arrangements, liquidity risk management, supervisory reporting, provision of depositary and custody services and loan origination by alternative investment funds, 25.11.2021.

⁷ Ibid.; und Annunziata, F. (2021). Credit Funds Regulation in the EU and the Debate on NPLs and AMCs. Bocconi Legal Studies Research Paper Forthcoming.

⁸ Auf der Aktivseite ist die Verflechtung gering, da die Kreditnehmer oftmals KMU und keine anderen Finanzmarktakteure sind. Auf der Passivseite ist die Verflechtung ebenfalls oft durch Beschränkungen bei der Kreditaufnahme (Leverage) begrenzt.

⁹ Hooghiemstra, S. N. (2019). Towards a European Legal Framework for Loan-Originating Funds.

Kapital abziehen wollen.^{10,11} Auch im Sinne der Schaffung einheitlicher Wettbewerbsbedingungen können Rechtsvorschriften für Kreditfonds angemessen sein. Denn Kreditfonds treten zunehmend in Konkurrenz zu Banken oder werden gar von diesen genutzt, etwa um der strengen Bankregulierung ein Stück weit zu entfliehen, ohne dabei denselben strengen Anforderungen zu unterliegen.¹² Damit ist nicht gesagt, dass Kreditfonds und Banken 1:1 denselben regulatorischen Vorschriften unterliegen sollten. Zahlreiche strukturelle Unterschiede – u.a. sind Einlagen über Einlagensicherungssysteme abgesichert und Banken haben Zugang zu Zentralbankgeld zur Liquiditätssicherung – rechtfertigen eine unterschiedliche Behandlung. Die Regulierung von Kreditfonds sollte daher allein auf ungerechtfertigte Unterschiede abstellen.

Die Vorgaben, wonach AIFM bei der Kreditvergabe gezielte organisatorische Vorgaben erfüllen müssen, indem sie etwa „wirksame Strategien, Verfahren und Prozesse“ für die Kreditvergabe einzusetzen haben, fördern ein solides und tragfähiges Management der mit den Kreditengagements verbundenen Risiken, mindern Wettbewerbsverzerrungen gegenüber Banken und stärken den Anlegerschutz. Sie sind daher sachgerecht. Sie stellen auch vielfach gelebte Praxis dar und liegen grundsätzlich auch im ureigenen Interesse der AIFM.

Die Schaffung eines Limits für die Vergabe von Krediten durch AIFM an einzelne Finanzunternehmen, wie etwa Banken und Versicherungen, in Höhe von 20% seines Kapitals, senkt Konzentrations- und Klumpenrisiken und beugt der Verflechtung von Kreditfonds mit dem weiteren Finanzsystem vor. Damit ist ein solches Limit ein angemessener regulatorischer Schritt zur Vermeidung der Entstehung von systemischen Risiken für die Finanzmarktstabilität. Gleichwohl sollte das strikte Limit nur greifen, wenn das jeweilige Finanzunternehmen letztlich als „finaler“ Kreditnehmer angesehen werden kann und es nicht seinerseits mit den aufgenommen Mitteln Kredite an eine Vielzahl von Unternehmen weitervergibt, wie es etwa regelmäßig bei Kreditplattformen der Fall ist. Denn in diesen Fällen ist eine gewisse Diversifizierung des Kreditportfolios und damit eine Streuung der Kreditrisiken sichergestellt.

Die Pflicht für AIF dauerhaft 5% des Nominalwerts eines vergebenen und anschließend auf den Sekundärmärkten veräußerten Kredits einbehalten zu müssen („Risikselbstbehalt“), soll Moral Hazard-Risiken vorbeugen. Gemeint ist hiermit, dass die Kreditvergabe auf Basis lockerer Vergabestandards stattfindet und insbesondere zu dem Zweck die Kredite anschließend wiederum an Dritte weiter zu veräußern. Dieses so genannte „Originate to distribute“-Modell ließ sich etwa auf den Verbriefungsmärkten im Zuge der Finanzkrise beobachten¹³ und wurde in den vergangenen Jahren bereits regulatorisch im Rahmen der Verbriefungsregulierung adressiert [Verordnung (EU) 2017/2402, s. [cepAnalyse](#)]. Dass die Kommission einer solchen Entwicklung bei Kreditfonds frühzeitig vorbeugen will, ist daher grundsätzlich nachvollziehbar. Es ist jedoch fraglich, ob es, zumindest derzeit, eines solch scharfen Schwertes bedarf. Denn erstens werden mit dem Richtlinienvorschlag die Kreditvergabestandards bereits angehoben. Zweitens ist ein solches originate to distribute-Verhalten derzeit bei Kreditfonds kaum festzustellen. Kredite werden zumeist bis zu ihrer Fälligkeit gehalten. Drittens ist bei Kreditfonds die Veräußerung der Kredite an Investoren nicht von derselben Intransparenz gegenüber diesen geprägt, wie es bei der Bündelung von Krediten bei Verbriefungen der Fall ist. Die Moral-Hazard-Risiken fallen daher geringer aus. Statt auf Risikselbstbehalte, sollte die Kommission daher als milderer Mittel etwa auf Mindesthaltedauern für vergebene Kredite setzen und Berichtspflichten über die Weiterveräußerung von Krediten festlegen.

Die Kommission will AIF zwingen, sich als geschlossene Fonds zu konzipieren, wenn der Nominalwert der vergebenen Kredite 60% des Nettoinventarwerts des AIF übersteigt. Dies wird mit dem illiquiden Charakter der vergebenen Kredite begründet und der damit einhergehenden Gefahr von Laufzeit- und Liquiditätsinkongruenzen. Denn in einer offenen Fondsstruktur hätten die Anleger die Möglichkeit ihre Anteile regelmäßig zu veräußern, was die Fonds dazu zwingen kann, Kredite, insbesondere in Stressphasen, rasch veräußern zu müssen, um den Forderungen der Anleger nachkommen zu können. Ist dies nicht zügig möglich, kann dies zu Liquiditätsproblemen führen und das Anlegervertrauen unterminieren. Dass Kreditfonds vorzugsweise als geschlossene Fonds aufgelegt werden sollten, ist daher vernünftig. Es ist jedoch fraglich, ob der gewählte Regulierungsansatz tragfähig ist. Erstens schafft er Rechtsunsicherheiten, da es bspw. fraglich ist, wann der Schwellenwert greift – bei Auflage des Fonds und/oder während der Laufzeit –, und welche Verfahren

¹⁰ Ibd.

¹¹ Weitere Risiken stellen insbesondere das Risiko eines Runs dar, bei dem gleichzeitig Laufzeitinkongruenzen zwischen den Forderungen und den Verbindlichkeiten bestehen, sowie Leverage-Risiken, die insbesondere bei einem hohem Verschuldungsgrad des Fonds bestehen können [Bendel, D., Demary, M., & Haas, H. (2015). Immobilienkreditfonds: Systemisches Risiko oder Ergänzung zur Bankfinanzierung? (No. 10/2015). IW Policy Paper].

¹² Ibd.

¹³ Banken vergaben dabei gehäuft Kredite an Kreditnehmer mit hohem Ausfallrisiken, bündelten diese, und verkauften diese anschließend als Paket an eine Vielzahl von Investoren, die sich den Kreditrisiken nicht vollständig bewusst waren.

bei dessen (kurzfristiger) Über- bzw. Unterschreitung Anwendung finden. Zweitens differenziert der Vorschlag unzureichend zwischen Kreditfonds, die bei denen die ausgegebenen Kredite eine kurze Rückzahlungsfrist haben, und solchen mit längerfristigen Kreditengagements. Und drittens gibt es eine Vielzahl von Instrumente zur Steuerung der Liquiditätsrisiken mit einer ähnlichen Wirkmächtigkeit wie der Auflage einer geschlossenen Fondsstruktur, die weniger einschneidend wären, insbesondere für Anleger.¹⁴ Statt eines fixen, rechtsunsicheren und letztlich willkürlichen Schwellenwerts für die Konzeption als geschlossenes Fondsvehikel, sollten die EU-Gesetzgeber daher eine Liste strikter Liquiditätsrisikomanagement-Verfahren festlegen, auf die AIF zurückgreifen sollten, sofern sie einen Kreditfonds nicht als geschlossenen Fonds auflagen. Nutzen sie diese Verfahren sollten sie den Aufsichtsbehörden zudem darlegen können, dass mit Hilfe der alternativen Instrumente die Liquiditätsrisiken wirksam minimiert werden.

Liquiditätsmanagement-Instrumente¹⁵

Allein zu Beginn der Pandemie – Mitte Februar 2020 bis Ende März 2020 – haben zumindest 215 Investmentfonds aufgrund „erheblicher Bewertungsverluste und Nettoabflüssen von Anlegern“ Rücknahmestopps verhängt.¹⁶ Trotz dieser Entwicklung sind Investmentfonds in der EU vermehrt Liquiditätsrisiken eingegangen, nicht zuletzt auf der Suche nach Rendite im anhaltenden Niedrigzinsumfeld.¹⁷ Die ESMA warnt zudem, dass die Liquiditätspolster der Fonds möglicherweise bei einer Vielzahl gleichzeitig stattfindender Rücknahmeanträge vonseiten der Anleger oftmals nicht ausreichen könnten.¹⁸

AIFM, die offene AIF verwalten, können Instrumente für das Liquiditätsmanagement (LMT)¹⁹ einsetzen, um einem erhöhten Rückgabedruck in schwierigen Marktlagen zu begegnen und die investierten Gelder ihrer Anleger dadurch besser zu schützen. Derzeit können AIFM jedoch im Krisenfall oft nicht auf die volle Bandbreite an LMT zurückgreifen, da nicht jeder Mitgliedstaat den Einsatz der verschiedenen LMT erlaubt. AIFM können dadurch regelmäßig nicht das erstbeste Instrument zur Reduktion der Risiken nutzen, sondern müssen ggfs. auf LMT zurückgreifen, die in der jeweiligen Situation nur eingeschränkt sinnvoll bzw. wirksam sind. Dass AIFM künftig in der gesamten EU einheitlich zumindest acht verschiedene LMT grundsätzlich einsetzen dürfen,²⁰ vereinfacht die zielgerichtete Adressierung der Risiken, verbessert den Anlegerschutz und stärkt die Stabilität der Finanzmärkte.

In erster Linie sind AIFM für die Aktivierung bzw. Deaktivierung von LMT im Krisenfall verantwortlich. Die Aufsichtsbehörden können deren Einsatz meist²¹ nicht anordnen. Die Kommission will den Behörden nun die Befugnis geben, die Aktivierung bzw. Deaktivierung bestimmter LMT von AIFM verlangen zu können. Dies ist zweischneidig. Einerseits ist die Entscheidung über den Einsatz eines LMT zentrale Aufgabe des AIFM und er verfügt in der Regel auch über die größte Expertise bezüglich der richtigen Auswahl eines LMT, insbesondere im Hinblick auf die jeweilige Fonds- und Anlegerstruktur. Die Aufsichtsbehörden verfügen hingegen nicht über dasselbe Wissen, sodass ihre Entscheidungen fehleranfälliger sein könnten und das Risiko besteht, dass durch den „falschen“ LMT-Einsatz neue Gefahren für Anleger bzw. die Stabilität der Finanzmärkte entstehen. Andererseits preisen AIFM möglicherweise Finanzstabilitätsrisiken nicht vollumfänglich in ihr Entscheidungskalkül mit ein, da sie in erster Linie die Interessen ihrer Anleger im Blick haben (müssen). Auch könnten sie etwa Reputationsrisiken davon abhalten, Liquiditätskrisen frühzeitig vorzubeugen und LMT überhaupt zu aktivieren. Aufgrund dieser Gemengelage sollten die Aufsichtsbehörden zwar die Befugnis erhalten, LMT aktivieren bzw. deaktivieren zu können, dies sollte jedoch nur im absoluten Notfall geschehen dürfen, wobei offensichtlich sein muss, dass der AIFM selbst nicht eingegriffen hat und dies wohl auch nicht zeitnah passieren wird. Zudem sollte die Auswahl eines geeigneten LMT nur in enger Abstimmung mit dem betroffenen AIFM erfolgen und sollte sich vordergründig auf die vorab vereinbarten LMT beschränken. Zudem sollte die Kommission nicht dazu ermächtigt werden, detailliert festzulegen, unter welchen Umständen welche

¹⁴ Dazu zählen etwa feste Zeitfenster für Rücknahmen von Anlegern oder Sperrfristen.

¹⁵ Ausführungen in diesem Abschnitt gelten analog für OGAW und ihre-Verwaltungsgesellschaften.

¹⁶ Grill, M., Molestina Vivar, L., & Wedow, M. (2021). The suspensions of redemptions during the COVID 19 crisis—a case for pre-emptive liquidity measures? *Macroprudential Bulletin*, 12.

¹⁷ EZB (2020), *Financial Stability Review*, November 2020.

¹⁸ ESMA Annual Statistical Report on EU Alternative Investment Funds 2021.

¹⁹ Dazu zählen u.a. die Aussetzung von Rückgaben und Zeichnungen, Rückgabesperren, das Swing Pricing oder auch Verwässerungsschutzgebühren.

²⁰ Voraussetzung für den Einsatz eines spezifischen LMT ist in der Regel dessen Verankerung in den Vertragsbedingungen des AIF oder der Satzung des AIFM.

²¹ Nach der derzeitigen AIFM-Richtlinie ist nur die Anordnung der Aussetzung von Rücknahmen möglich. Nationales Recht kann hier in den Mitgliedstaaten jedoch auch bisher die Anordnung weiterer LMT erlauben.

LMT von den AIFM bzw. den Behörden eingesetzt werden sollten, da dies die Vorhersehbarkeit von deren Einsatzes erhöht und damit Anleger erst dazu ermuntern könnte, etwa frühzeitig Gelder abzuziehen. Zudem kann eine zu starre Festlegung der aus Kommissionssicht vermeintlich geeigneten LMT den AIFM bzw. den Behörden die nötige Flexibilität nehmen, auf eine spezifische krisenhafte Marktlage adäquat zu reagieren.

Verwahrdienstleistungen

In der AIFM-Richtlinie ist festgeschrieben, dass AIFM für ihre verwalteten AIF Verwahrstellen bestellen müssen, die in demselben Mitgliedstaat ansässig sind, wie der jeweilige AIF. Die Auswahl einer Verwahrstellen mit Sitz in einem anderen Mitgliedstaat ist verboten. Diese aus Anlegerschutzperspektive zunächst nachvollziehbare Vorschrift,²² widerspricht jedoch fundamental dem Gedanken der Schaffung eines einheitlichen Binnenmarkts. Sie verhindert grenzüberschreitenden Wettbewerb bei Verwahrdienstleistungen und erhöht dadurch sowohl für AIFM als auch für Anleger die Kosten. Denn AIFM müssen ggfs. ohne Not auf ineffiziente Verwahrstellen und deren Dienstleistungen im Inland zurückgreifen. Dies ist insbesondere auf kleinen und dadurch stark konzentrierten Märkten ein Problem. Sie kann dort zu einer Ballung von Risiken führen, die für die Stabilität der Finanzmärkte in diesen Volkswirtschaften abträglich ist. Um dieser Entwicklung abzuwehren und das grenzüberschreitende Angebot von Verwahrdienstleistungen zu fördern, wäre eine EU-Passregelung für Verwahrstellen die richtige Antwort. Dies würde es AIFM erlauben auch Verwahrdienstleistungen im EU-Ausland nachzufragen und Verwahrstellen könnten ihre Dienste ihrerseits auch leichter grenzüberschreitend anbieten. Damit käme man auch dem Ziel der Schaffung einer Kapitalmarktunion näher. Vor einer Passregel schreckt die Kommission jedoch zurück und verweist etwa auf eine für den Anlegerschutz noch unzureichend vollzogene Harmonisierung etwa des Wertpapier- und des Insolvenzrechts. Die nun angestrebte Regelung, wonach zumindest AIFM auf kleinen und konzentrierten Märkten, auch auf Verwahrstellen im EU-Ausland zurückgreifen dürfen²³, ist zwar sachgerecht, um die dort zu beobachteten Herausforderungen zu adressieren. Sie kann jedenfalls nur eine Zwischenlösung sein. Die Kommission sollte sich nun rasch an die Vereinheitlichung der nationalen Vorschriften herantrauen, die einem Passsystems im Wege stehen, mit dem Ziel dieses in einigen Jahren etablieren zu können.

Übertragungsvereinbarungen²⁴

Die AIFM erlaubt es Fondsmanagern Tätigkeiten wie die Portfolioverwaltung oder das Risikomanagement an Dritte im EU-Ausland oder aus Drittstaaten zu übertragen. Diese Übertragungen entbindet sie nicht zentraler Verantwortlichkeiten. So müssen sie insbesondere die Übertragungen den Aufsichtsbehörden melden, müssen den bzw. die Beauftragten wirksam kontrollieren und auch die Haftung des AIFM gegenüber seinen Anlegern wird durch eine Übertragung an Dritte nicht berührt. Wie die Kommission richtigerweise anmerkt, kann die Delegation von Funktionen an Dritte eine „effiziente Verwaltung von Wertpapierbeständen und die Beschaffung des erforderlichen Fachwissens in einem bestimmten geografischen Markt oder einer bestimmten Anlageklasse“ unterstützen.²⁵

Der Vorschlag der Kommission nun zusätzliche Meldepflichten für Übertragungen an Dritte aus Drittstaaten festzulegen, dient in erster Linie der Stärkung des Vertrauens der Aufsichtsbehörden in solche Delegationen, der Verhinderung von Regulierungs- und Aufsichtsarbitrage und nicht letztlich dem Schutz der Anleger. Auch wenn die Stärkung der Transparenz zu Übertragungsvereinbarungen in diesem Sinne sachgerecht ist, mangelt es dem vorgeschlagenen Regulierungsansatz an Rechtsklarheit und -sicherheit. Denn es fehlt an klaren und zweifelsfreien Kriterien zur Feststellung, ob der Anteil an Funktionen der Portfolioverwaltung oder des Risikomanagements, den ein AIFM an Dritte aus Drittstaaten überträgt, den Anteil, den er selbst erbringt, übersteigt. Aufgrund des Mangels an Kriterien werden AIFM und Aufsichtsbehörden daher unterschiedliche Ansätze verfolgen, sodass die ESMA im Rahmen der Meldungen kein einheitliches und kohärentes Bild über umfangreiche Übertragungen erhalten wird. Das ist misslich. Ferner sorgt die Regelung für einen vermeidbaren administrativen Aufwand bei allen beteiligten Akteuren. Statt diesen komplizierten Meldeansatz weiter zu verfolgen, sollte die Meldepflicht schlicht für alle Übertragungsvereinbarungen gelten oder alternativ zumindest die Kriterien zur Bestimmung des Übertragungsanteil festgelegt werden.

²² Die Kongruenz des Sitzstaates eines AIF und seiner Verwahrstelle erhöht bspw. die Rechtssicherheit im Falle von Schwierigkeiten bei der Verwahrung der Vermögenswerte der Anleger.

²³ Eine ähnliche Regelung bestand bereits bis Mitte Juli 2017, lief dann aber aus.

²⁴ Ausführungen in diesem Abschnitt gelten analog für OGAW und ihre Verwaltungsgesellschaften.

²⁵ COM(2021) 721, S. 4.

Anlegerschutz

Die Kommission will durch einige neue Offenlegungspflichten für AIFM, insbesondere zu den Möglichkeiten und Bedingungen des Einsatzes von LMT, zu Gebühren und Entgelten sowie zur Kreditvergabe die Transparenz gegenüber den Anlegern verbessern. Die Vorgaben sind jedoch nur teilweise durchdacht. Während mehr Klarheit über einen möglichen LMT-Einsatz im Krisenfall Anleger in die Lage versetzt, bereits ex ante eine fundiertere Anlageentscheidung treffen zu können, sind insbesondere die zusätzlichen Offenlegungen zu Gebühren und Entgelten unnötig. Denn erstens sind die Zahlen zu den Gebühren und Entgelten bei einer vierteljährlichen Offenlegung oft ungenau, da sie zumeist nur auf Schätzungen beruhen. Zweitens ist ihre Erhebung (damit) aufwendig und teuer und damit nicht im Sinne des Anlegers, da er diese Zusatzkosten regelmäßig zu tragen hat. Eine jährliche Offenlegungspflicht wäre daher ausreichend.

Berichterstattung²⁶

Laut Kommission unterliegen AIFM nach der AIFM-Richtlinie bereits insgesamt 69 verschiedenen Berichterstattungspflichten gegenüber den Aufsichtsbehörden.²⁷ Diese dienen in erster Linie der Transparenz über die Tätigkeiten der AIFM und über die verwalteten AIF und sollen den Behörden Informationen über die Risiken, insbesondere für die Stabilität der Finanzmärkte liefern, die von dem Sektor ausgehen. Die Berichterstattung dient daher auch der Befähigung der Aufsichtsbehörden, diese Risiken adäquat adressieren zu können. AIFM sehen sich jedoch nicht allein mit Berichtspflichten im Rahmen der AIFM-Richtlinie konfrontiert. Auch andere EU-Regelwerke, wie etwa die EMIR-Verordnung [(EU) Nr. 648/2012, s. [cepAnalyse](#)] oder die Verordnung zur Transparenz von Wertpapierfinanzierungsgeschäften [(EU) 2015/2365, s. [cepAnalyse](#)], Berichtspflichten aufgrund nationaler Gesetzgebung sowie Meldepflichten gegenüber der EZB, tragen zum umfangreichen und komplexen Berichtswesen bei. Dabei müssen AIFM oftmals dieselben oder ähnliche Informationen, zu unterschiedlichen Zeitpunkten, auf verschiedenen Wegen und Formaten an diverse Adressaten melden, wobei ein Austausch der Informationen zwischen den Adressaten häufig nur unzureichend stattfindet. Dies führt zu hohen Kosten und oft unnötigem Bürokratieaufwand auf Seiten der Fondsverwalter, bindet Ressourcen in der Fondsaufsicht und schwächt letztlich auch die Aufsichtseffizienz. Die Aufforderung an die ESMA gemeinsam mit EBA, EIOPA, EZB und den nationalen Aufsichtsbehörden an der Entwicklung einer integrierten aufsichtlichen Datenerhebung zu arbeiten, um Duplikationen und Inkonsistenzen in der Berichterstattung zu vermeiden, uniforme Berichtstandards zu etablieren und den Datenaustausch zwischen den Aufsehern zu fördern, ist daher sachgerecht und sollte mit Entschiedenheit angegangen werden. In diesem Zusammenhang erscheint es jedoch fragwürdig gleichzeitig eine Ausweitung der Berichtspflichten zu „allen“ Märkten und Instrumenten, zu „allen“ Risiken, und über „alle“ Kategorien von Vermögenswerten vorzuschlagen. Erstens sind Meldepflichten kein Selbstzweck und sollten immer auf das absolut Notwendige und auf für Aufsichtszwecke relevante Informationen abstellen, da sonst der Aufwand den Ertrag übersteigt. Und zweitens wäre es sinnvoller, zunächst die anvisierte Konsolidierung der Berichtspflichten abzuwarten, da AIFM ansonsten Gefahr laufen, jetzt neue Anforderungen implementieren zu müssen, die später ggfs. wieder revidiert werden. Der bisherige Fokus auf die Meldung der „wichtigsten“ Märkte und Instrumente, die „größten“ Risiken sowie wichtigsten Kategorien von Vermögenswerten ist daher ausreichend.

D. Fazit

Die EU-Kommission will mit gezielten Anpassungen an der AIFM- und der OGAW-Richtlinie den Binnenmarkt für Investmentfonds stärken, den Anlegerschutz verbessern und Risiken für die Finanzmarktstabilität eindämmen. Das ist ihr mit ihren Vorschlägen auch teilweise gelungen. Gezielte Vorgaben zur Kreditvergabe von Kreditfonds fördern ein solides Management der mit den Kreditengagements verbundenen Risiken. Beschränkungen für die Kreditvergabe an einzelne Finanzunternehmen beugen der Verflechtung von Kreditfonds mit dem weiteren Finanzsystem vor. Auch 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. Es gibt jedoch auch Verbesserungspotential. So sollte die Kommission statt auf Risikoselbstbehalte bei Kreditfonds etwa auf Mindesthaltedauern für vergebene Kredite setzen. Zudem mangelt es dem Vorschlag zur Stärkung der Transparenz zu Übertragungsvereinbarungen noch an Rechtsklarheit, was Rechtsunsicherheiten schafft. Zusätzliche Offenlegungspflichten zu Gebühren und Entgelten sind unnötig. Denn die vorgeschlagene vierteljährliche Offenlegung ist oft ungenau und ihre Erhebung aufwendig und teuer.

²⁶ Ausführungen in diesem Abschnitt gelten analog für OGAW und ihre Verwaltungsgesellschaften.

²⁷ SWD(2021) 340, S. 133.