

AIFMD II – Neue Regulierung für Alternative Investmentfonds

Marvin Breser

Maximilian Liomin

Digitale Version



AIFMD II – Neue Regulierung für Alternative Investmentfonds

Historische Einordnung und Überblick

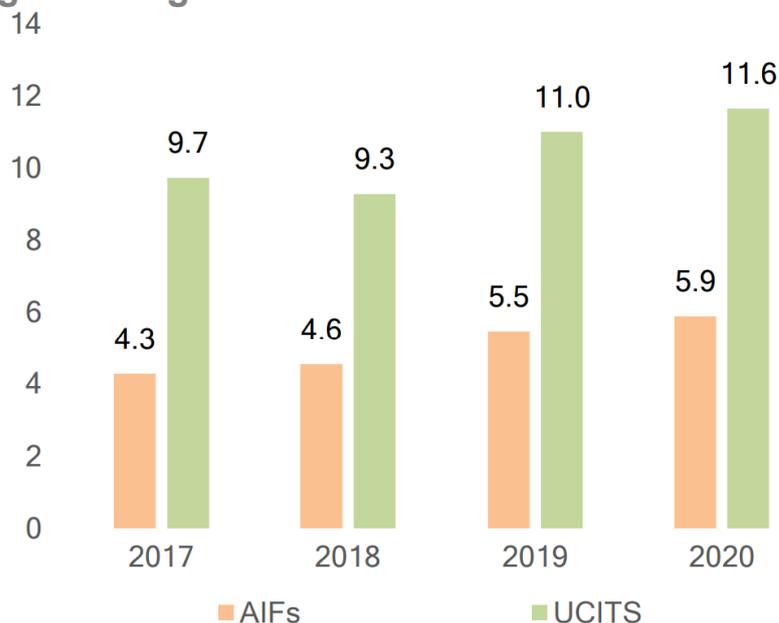
In diesem Artikel geht es um die geplanten Änderungen der Richtlinie über Verwalter alternativer Investmentfonds, kurz AIFM (Alternative Investment Fund Manager), deren erste Version im Jahr 2011 als Reaktion auf die Finanzkrise in Kraft trat.

Als signifikante Akteure auf dem europäischen Investmentmarkt verwalten AIFM 5,9 Billionen Euro im NAV (Net Asset Value, Stand 2020), darunter auch große Teile von Pensionsfonds und Rentenkassen. Der Anteil ist über die Jahre stetig gewachsen (vgl. Abbildung 1).

ASR-AIF.1

EEA30 fund industry

Significant growth in 2019



Note: NAV by type of AIF managed and/or marketed by authorized AIFMs and sub-threshold managers registered only in national jurisdictions, in EUR bn. Data for the EEA30.

Sources: AIFMD database, National Competent Authorities, EFAMA, ESMA.

Abbildung 1 Entwicklung Fondsvolumen 2017-2020, Quelle: European Securities and Markets Authority, EU Alternative Investment Funds – Annual Statistical Report 2022

Aufgrund ihrer Größe kommt der Regulierung eine bedeutende Rolle zu, um Anleger, Marktteilnehmer und den Finanzmarkt als solchen zu schützen. Vor der ersten AIFM gab es keinen ausreichenden Rechtsrahmen zur Begrenzung AIF-spezifischer Risiken, wie z.B. typisch hohe Leverage-Quote oder Liquiditätsengpässe. Auch die Pflichten in der Offenlegung waren nicht klar geregelt. Dies begünstigte Risiken für andere Marktteilnehmer, einschließlich Counterparty Risk, aber auch Liquiditätsrisiken für den Finanzmarkt insgesamt.

Die Notwendigkeit einer stärkeren Regulierung wurde durch die Finanzkrise von 2007 aufgedeckt. Die Krise zeigte vor allem signifikante Mängel in der Transparenz, im Risikomanagement, in der Verwahrung der Assets und in der Due Diligence auf. Das Ziel der Richtlinie von 2011 war es daher, ein einheitliches Framework für

alternative Investmentfonds in der EU zu schaffen, dessen Inhalt umfassende Bestimmungen zur Steigerung der Transparenz und Reduktion von Risiken für Anleger und den Gesamtmarkt enthalten sollte. Die Richtlinie umfasst dabei nicht nur Hedgefonds und Private Equity-Fonds, sondern auch alle offenen und geschlossenen Fondsarten (z.B. auch Immobilienfonds, Spezialfonds etc.), die nicht bereits unter den OGAW-Richtlinien (Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren) geregelt sind.

In 71 Artikeln legt die AIFM-Richtlinie Anforderungen für Eigenkapital, Transparenz- und Offenlegungspflichten, das Risiko- und Liquiditätsmanagement, die Gestaltung der Vergütungspolitik, Anforderungen an Verwahrstellen sowie die Aufbau- und Ablauforganisation fest.

Als weitere wichtige Neuerung wurde mit der Richtlinie der sogenannte EU-Pass (Konzession der AIFM) eingeführt. Dieser ermöglicht es einem AIFM mit Sitz und Zulassung in einem EU-Mitgliedsstaat, seine AIF EU-weit zu vertreiben, ohne weitere Zulassungen einholen zu müssen. Hiermit stärkte die EU erstmals bedeutend die „Single-Market“ Politik innerhalb der Union und reduzierte Ungleichheiten und Ineffizienzen, die innerhalb des Finanzmarktes aufgrund verschiedener Faktoren (Regulierung, Marktzugang, Kostenvorteile usw.) vorhanden waren.

Die neue Richtlinie für AIFM vorgestellt

Nach der Auswertung der Ergebnisse der ersten Richtlinie veröffentlichte die EU-Kommission im November 2021 den ersten Entwurf zur Überarbeitung und Anpassung der AIFMD. Der Review-Prozess erstreckte sich bis Ende 2023. Das EU-Parlament und der Rat der Europäischen Union haben, wie im EU-Gesetzgebungsprozess vorgesehen, die vorgeschlagenen Änderungen analysiert und, wo notwendig, überarbeitet bzw. weitere Anpassungen in Betracht gezogen. Im Januar 2023 wurde der Entwurf der Kommission vom EU-Parlament angenommen, woraufhin im Februar 2023 per Votum die interinstitutionelle

Verhandlungsrunde eröffnet wurde. Das Parlament war damit die letzte Instanz, die der Direktive in der individuellen Begutachtung zugestimmt hatte. Der Rat der EU hatte den Entwurf bereits im Juni 2022 akzeptiert, wenngleich mit einigen wenigen Anpassungen. Der Entwurf enthält 4 übergeordnete Ziele für den neuen Regulierungsansatz:

- Verbesserung des Zugangs von Unternehmen zu breiter gefächerten Finanzierungsmöglichkeiten
- Vertiefende Schritte zur weiteren Marktintegration der alternativen Investmentfonds und damit eine Stärkung der Kapitalmarktunion („Single Market Policy“)
- Verstärkter Schutz von Investoren
- Weitere Unterstützung der AIFM im Umgang mit angespannten Marktkonditionen, besonders bei Liquiditätsengpässen

Die inhaltliche Gestaltung des Entwurfs stellen wir Ihnen anhand einiger ausgewählten Themen im Folgenden vor:

Kreditgebende Fonds und Darlehensgeschäft

Interessant sind die neuen Anforderungen bezüglich kreditgebender Fonds und des Darlehensgeschäfts. Das Ziel besteht darin, ebenfalls einen einheitlicheren Ansatz für den Anlegerschutz in der EU zu schaffen und gleichzeitig durch paneuropäische Kreditvergabe EU-ansässigen Unternehmen weitere Finanzierungsmöglichkeiten zu eröffnen.

Für AIFs, deren Anlagestrategie die Ausgabe von Krediten umfasst, sind folgende Anpassungen für das Risiko- und Liquiditätsmanagement vorgesehen:

- Investmentstrategien, welche die Kreditvergabe mit dem Ziel des anschließenden Weiterverkaufs beinhalten, s.g. „Originate to distribute strategy“ sind für AIF grundsätzlich untersagt. Der Verkauf begebener Kredite auf dem Sekundärmarkt ist gestattet, sofern mindestens 5%

Exposure beim AIF verbleiben. Beide Ansätze sollen verhindern, dass Praktiken der unzureichenden Kreditwürdigkeitsprüfung gefördert werden, indem ein Mindestbestand der Kreditrisiken getragen und nicht am Sekundärmarkt transferiert werden kann.

- Verbesserung des Risiko- / Liquiditätsmanagements und Schaffung von Limiten
 - AIFM müssen nun Nachweise über qualifizierte Risikobewertungs- und Management Prozesse für das Kreditrisiko erbringen.
 - Einhaltung von Grenzwerten für das Einzelkreditexposure (max. 20% des AIF Kapitals).
 - Organkreditverbot für AIFs – der AIF darf keine Darlehen vergeben, bei dem der AIF persönlich oder geschäftlich mit dem Kreditnehmer (einer Person, der Verwahrstelle oder einem Unternehmen) verbunden ist.

Liquiditätsmanagement

Im Bereich des Liquiditätsmanagements ist die Anpassung darauf ausgerichtet, in Zeiten von Liquiditätsengpässen sowohl bei geschlossenen als auch bei offenen AIFs sicherzustellen, dass der AIFM in der Lage ist, die Interessen der Anleger vollständig zu wahren. Dafür müssen die AIFM den jeweiligen nationalen Aufsichtsbehörden vorlegen, dass sie über ein ausreichendes Liquiditätsmanagementsystem verfügen, welches ebenfalls mit der Rücknahmepolitik des AIFs vereinbar ist. Können AIFM von offenen AIFs dies nicht, müssen sie eine geschlossene Form annehmen.

Der Entwurf sieht außerdem vor, dass die ESMA technische Regulierungsstandards erlässt, die unter Berücksichtigung der jeweiligen Struktur und Aufsetzung der AIFs eine Bewertung des Liquiditätsmanagements ermöglichen.

Darüber hinaus sind offene AIFs verpflichtet, mindestens zwei passende Liquiditätsmanagementtools zu implementieren, die im Anhang V der Richtlinie aufgeführt sind. Diese Tools müssen ebenfalls auf die individuelle Struktur und das

Management des AIFs angepasst sein. Abschließend müssen die AIFM Prozesse implementieren, welche die nationalen Behörden unverzüglich informieren, sollten diese Instrumente außerhalb des geregelten Geschäftsalltags eingesetzt oder ausgesetzt werden.

Nr	Instrument	Kurzbeschreibung
1	Aussetzungen von Rücknahmen und Zeichnungen	Anleger dürfen vorübergehend keine Anteile des Fonds zurückgeben oder kaufen.
2	Rückgabesperren	Das Recht der Anteilseigner auf Rückgabe ihrer Anteile wird beschränkt, es dürfen nur bestimmte Teile der Anteile zurückgegeben werden.
3	Kündigungsfrist	Kündigungsfrist des Anlegers gegenüber des AIFM wird verlängert, damit auch Zeitraum der Mittelbeschaffung der AIFM verlängert wird.
4	Liquiditätsgebühr	Fixgebühr, die von Anlegern gezahlt wird, die ihre Anteile zurückgeben. Spiegelt Kosten der Liquiditätsbeschaffung wider.
5	Swing Pricing/doppelte Preisbildung	Preisbildungsmechanismen, die eingesetzt werden können, um die Auswirkungen von Rücknahmen und Zeichnungen von Fondsanteilen auf den Wert der Wertpapierbestände zu minimieren.
6	Verwässerungsschutzgebühr	Verwässerungsschutzgebühr ist eine Gebühr, die gegenüber einzelnen Anlegern erhoben wird und an den Fond zu zahlen ist, um die verbleibenden Anleger vor den Kosten zu schützen, die mit dem Kauf oder Verkauf von Vermögenswerten aufgrund großer Zu- oder Abflüsse verbunden sind.

7	Rücknahmen gegen Sachwerte	Vermögenswerte aus dem Fonds werden anstatt Bargeld bei Anteilrückgaben ausgezahlt.
8	Abspaltungen	Abtrennung bestimmter Anlagen vom Fonds, die sich rechtlich und wirtschaftlich stark geändert haben oder unsicher geworden sind.

Tabelle 2 Liquiditätsmanagementtools

Verwahrstelle und Meldepflichten

Interessant sind ebenfalls die ersten, wenn auch eher zaghaften Schritte zur Öffnung des Marktes für Verwahrstellen. Bisher musste eine Verwahrstelle, die für einen AIF zuständig ist, ihren Sitz im selben Mitgliedsstaat der EU haben wie der AIF selbst. Dies führt allerdings dazu, dass Ineffizienzen durch fehlende Wettbewerbsfähigkeit in Ländern mit einem kleineren Finanzmarkt im Zweifelsfall die Kosten nach oben treiben, was dem Grundprinzip des Anlegerschutzes entgegensteht. Daher umfasst der Entwurf die Möglichkeit für AIFM, in bestimmten Fällen eine Verwahrstelle zu berufen, die ihren Sitz in einem anderen EU-Mitgliedstaat hat. Wie erwähnt ist dies bisher noch lediglich mit einem begründeten Antrag mit anschließender Einzelfallevaluation der Behörden möglich, repräsentiert aber dennoch einen ersten Schritt in Richtung eines offeneren Marktes für Verwahrstellen.

Als etwas herausfordernder sind die Anforderungen an das Reporting bzw. das Meldewesen zu beurteilen. Gegenüber den Anlegern müssen AIFM einmal im Jahr alle direkten und indirekten Kosten und Gebühren, die dem AIF und allen Gesellschaften, die mit Verbindung zum AIF gegründet wurden, anfallen, offenlegen. Zusätzlich müssen die Liquiditätsmanagementtools, die oben beschrieben wurden, und die dazugehörigen Mechanismen, die die Nutzung der Tools aktivieren, dargestellt und den Investoren zugänglich gemacht werden. Außerdem werden die Manager verpflichtet, Details über die Zusammensetzung ihres Originated-Loan-Portfolios zugänglich zu machen. Die Offenlegungen gelten

sowohl für die AIFs als auch alle Tochtergesellschaften sowie Special Purpose Vehicles, die im Zusammenhang mit dem AIF stehen. Dies wird wohl in Form eines Rundschreibens bzw. Veröffentlichungen, die den Investoren zugänglich sind, genügen. In der ersten Fassung der Direktive war jenes noch nicht erforderlich.

Weitere Reportingpflichten ergeben sich gegenüber den zentralen Nationalbanken der einzelnen Mitgliedsstaaten, in denen der AIF gemeldet ist. Hauptsächlich relevant hier sind die detailreich geforderten Angaben zur bestehenden Leverage gegenüber des Nettofondsvolumens und die Verpflichtung, Dienstleister in jeglicher Art zu melden. Letzteres erfordert von den AIFM, dass sie sowohl die personellen, technischen und fachlichen Ressourcen der Dienstleister sicherstellen als auch die Pflicht, gegenüber der nationalen Behörden zu beweisen, dass der AIFM funktionierende Mechanismen zur Überwachung und Aufsicht implementiert hat, welche die Sorgfaltspflichten gegenüber den Anlegern sicherstellen. Dazu gehört ebenfalls die Verpflichtung, Probleme und Verletzungen der Sorgfaltspflichten und die Maßnahmen zur Minderung bzw. Beseitigung dieser zu dokumentieren. Hier soll nach Inkrafttreten der Direktive ein standardisierter Prozess der ESMA folgen.

Organisatorische Änderungen

In Bezug auf die personellen Bestimmungen hat das Parlament den Vorschlag der Kommission bestätigt, der besagt, dass mindestens zwei Personen, die die Geschäfte des AIFMs in Vollzeit führen, einen Wohnsitz in der Europäischen Union haben müssen. Ferner muss in AIFs, die an Kleinanleger vertrieben werden, mindestens ein Mitglied der Leitung ein unabhängiges, nicht geschäftsleitendes Mitglied sein. Dieses Mitglied muss auch über ausreichende Fachkenntnisse und Erfahrung verfügen, um zu bewerten, ob der AIFM im besten Interesse der Anleger handelt.

Zur effizienteren Gestaltung der AIFM-Tätigkeiten wird die Liste der Nebentätigkeiten um das Credit-Servicing und die Benchmarkverwaltung erweitert. Außerdem sollen die ESMA-Leitlinien zu einer fairen Vergütungspolitik

aufstellen, die mit ESG-Risiken, Nachhaltigkeitszielen und anderen langfristigen Risiken vereinbar ist. Dies ist einer der ersten Punkte, in denen ESG und Nachhaltigkeit auftauchen. Im nächsten Absatz des Artikels werden die Ansätze zu ESG näher beschrieben. Finbridge hat bezüglich der immer wichtiger werdenden ESG-Thematik unter anderem bereits im Hinblick auf die Offenlegung der [ESG-Risiken](#) und auch zu [Sustainability im Kreditwesen](#) Insights veröffentlicht.

ESG-Anforderungen

Neu in die Richtlinie aufgenommen sind die bereits teilweise erwähnten ESG-Anforderungen. Diese sind in die bereits bestehenden Anforderungen im Rahmen der Offenlegungsverordnung integriert und werden in der neuen Richtlinie in prinzipienbasierten Ergänzungen erwähnt. Das bedeutet, dass der Vorschlag keine detaillierten Anforderungen stellt, sondern dass die Aspekte der Nachhaltigkeit in verschiedene Bereiche aufgenommen werden sollen. Dies betrifft die Vergütungspolitik sowie Verhaltenspflichten für die AIFM selbst, die bei Anlageentscheidungen, Investmentmonitoring und insbesondere im Risikomanagement Nachhaltigkeitskriterien beachten und in Richtlinien festhalten müssen. Diese müssen dann gegenüber den Behörden offengelegt werden. Für Finanzinstitute sehen die Organisationspflichten vor, dass notwendige Expertise und Ressourcen zur Integration von Nachhaltigkeitsrisiken bereitgestellt werden. Letztlich sind die AIFM auch zukünftig verpflichtet, Nachhaltigkeitsrisiken im Hinblick auf Interessenskonflikte zu beachten.

Auslagerung und Interessenskonflikte

In Bezug auf die Übertragungen an Dritte wird eine jährliche Meldung an die nationalen Aufsichtsbehörden in Fällen, in denen der AIFM mehr Portfoliomanagement- oder Risikomanagementfunktionen auslagert als selbst übernimmt, nicht durchgesetzt. Stattdessen hat das EU-Parlament detaillierte Informationen erlassen, die im Zulassungsantrag von AIFM ausreichend berücksichtigt werden müssen.

In Bezug auf Interessenskonflikte sieht das Parlament vor, dass in Fällen, in denen ein AIFM vorsieht, im Namen eines Dritten mit maßgeblicher Kontrolle einen AIF zu verwalten, der AIFM mögliche Interessenskonflikte intensiver prüfen muss. Der AIFM soll auf systematischer Ebene Interessenskonflikte vermeiden und in unvermeidbaren Fällen zu jeder Zeit im besten Interesse der Anleger handeln. Zusätzlich muss der AIFM der nationalen Zentralbank detailliert nachweisen, dass er in allen relevanten Punkten die AIFMD befolgt. Hierfür wurde die EU-Kommission beauftragt, regulatorische technische Standards zu entwickeln.

Ausblick

Nach intensiven Monaten des Trialogs zwischen der Kommission, dem Rat der EU und dem Parlament wurde im November 2023 die finale Version der Richtlinie festgelegt. Die formale Zustimmung der drei Institutionen steht zwar noch aus, ist aber für das erste Quartal 2024 angesetzt. Daraufhin haben die Mitgliedsstaaten 24 Monate Zeit, um die beschlossene Verordnung in nationales Recht umzusetzen. Dementsprechend kann voraussichtlich spätestens im ersten Quartal 2026 mit dem Inkrafttreten der AIFMD II gerechnet werden.

Die Finbridge GmbH & Co. KG unterstützt Sie gerne beim Umsetzen der neuen Richtlinie in Ihrer individuellen Unternehmensstruktur und Form und berät Sie hinsichtlich der notwendigen Schritte und IT-technischen Implementierungen. Kontaktieren Sie uns hierzu gerne jederzeit.

Autoren: Maximilian Liomin, Marvin Breser

Ansprechpartner



Marvin Breser
Associate Manager
Business Solutions
marvin.breser at
Finbridge.de
[XING](#) | [LinkedIn](#)

Quellen

[1] Committee on Economic and Monetary Affairs (ECON): [REPORT on 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 | A9-0020/2023 | European Parliament \(europa.eu\)](#) zuletzt abgerufen am 18.09.2023

[2] European Securities and Markets Authority, EU Alternative Investment Funds – Annual Statistical Report 2022

[3] RICHTLINIE DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES zur Änderung der Richtlinien 2011/61/EU und 2009/65/EG im Hinblick auf Übertragungsvereinbarungen, Liquiditätsrisikomanagement, die aufsichtliche Berichterstattung, die Erbringung von Verwahr- und Hinterlegungsdienstleistungen und die Kreditvergabe durch alternative Investmentfonds: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/HTML/?uri=CELEX:52021PC0721> zuletzt abgerufen am 04.01.2024



Mehr Insights
und Themen



Finbridge GmbH & Co. KG
Louisenstraße 100
61348 Bad Homburg v. d. H.
www.finbridge.de