

DE

DE

DE



KOMMISSION DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN

Brüssel, den 30.4.2009
SEK(2009) 577

ARBEITSDOKUMENT DER KOMMISSIONSDIENSTSTELLEN

Begleitdokument zum

Vorschlag 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**

ZUSAMMENFASSUNG DER FOLGENABSCHÄTZUNG

{KOM(2009) 207}
{SEK(2009) 576}

ZUSAMMENFASSUNG DER FOLGENABSCHÄTZUNG

Die Finanzkrise hat eine Reihe von Schwachstellen im Finanzsystem offenbart, die eine umfassende Überprüfung des Regulierungs- und Aufsichtsrahmens für alle maßgeblichen Akteure an den europäischen Finanzmärkten erforderlich machen. Wie in der Mitteilung der Kommission für die Frühjahrstagung des Europäischen Rates dargelegt, will die Kommission im Einklang mit den Schlussfolgerungen der G-20 sicherstellen, dass „*alle einschlägigen Akteure ... einer angemessenen Regulierung und Aufsicht unterliegen*“. Dazu müssen Lücken, die die europäischen und nationalen Rechtsvorschriften in manchen Bereichen lassen, geschlossen werden.

Einer dieser Bereiche ist die Tätigkeit der Verwalter alternativer Investmentfonds (AIF) im Sinne von Fonds, die nicht nach der OGAW-Richtlinie¹ harmonisiert sind. Der AIF-Sektor ist groß - das verwaltete Vermögen belief sich Ende 2008 auf rund 2 Bio. EUR - und facettenreich. Die Verwalter von AIF (nachstehend „AIFM“) wenden die unterschiedlichsten Anlagestrategien und -techniken an und investieren in verschiedenste Finanz- und Sachwerte. Alternative Investmentfonds sind beispielsweise Hedgefonds, Private-Equity-Fonds, Rohstoff-Fonds, Immobilienfonds und Infrastrukturfonds. Angesichts der Risiken sind Anlagen in diese Fonds in erster Linie professionellen Anlegern vorbehalten.

Die Tätigkeit der AIFM beinhaltet für Anleger und Gegenparteien ebenso wie für die Effizienz und Stabilität der Finanzmärkte eine Reihe von Risiken (siehe Tabelle 1). Art und Intensität dieser Risiken sind je nach Geschäftsmodell unterschiedlich. Mit der Nutzung des Fremdkapitalhebels verbundene Systemrisiken etwa erwachsen vor allem aus der Tätigkeit von Hedgefonds und Rohstoff-Fonds. Risiken im Zusammenhang mit der Führung von Portfoliounternehmen hingegen sind eher bei Private Equity anzutreffen. Andere Arten von Risiken sind wiederum allen AIFM gemein.

¹ [Richtlinie 85/611/EWG über Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren \(OGAW\).](#)

Tabelle 1: Übersicht über zentrale Risikobereiche

Risiken auf Makroebene (Systemrisiken) vor allem in Zusammenhang mit der Nutzung von Leverage	<ul style="list-style-type: none"> • Unmittelbares Engagement systemrelevanter Banken (als Bereitsteller von Leverage) im AIFM-Sektor • Prozyklische Wirkung des Herdenverhaltens, Risikokonzentrationen in bestimmten Marktsegmenten und („erzwungener“) Abbau von Leverage, die über Vermögenspreise und Marktliquidität an die Gegenparteien weitergegeben werden
Risiken auf Mikroebene	<ul style="list-style-type: none"> • Mögliche Schwachstellen in den internen Risikomanagement-Systemen in Bezug auf Liquiditätsrisiken, Marktrisiken, Kontrahentenrisiken (Kredit- und Erfüllungsrisiken, vor allem bei Leerverkäufen) sowie operationelle Risiken
Anlegerschutz	<ul style="list-style-type: none"> • Lücken in der Anlegerinformation über Anlagestrategie, Risikomanagement, interne Prozesse usw. als Hindernis für effektive Due Diligence • Interessenkonflikte und Versäumnisse in der Fondsführung, insbesondere bei Vergütung, Bewertung und Verwaltung
Markteffizienz und -integrität	<ul style="list-style-type: none"> • Auswirkungen von dynamischem Handel und Leerverkäufen auf die Funktionsweise des Markts • Möglichkeiten für Marktmissbrauch bei bestimmten Techniken, beispielsweise Leerverkäufen
Auswirkungen auf den Markt für Unternehmensübernahmen	<ul style="list-style-type: none"> • Fehlende Transparenz beim Aufbau von Beteiligungen an börsennotierten Gesellschaften (z.B. durch Aktienleihe oder Differenzgeschäfte) oder bei abgestimmtem Vorgehen im Rahmen von „aktivistischen“ Strategien
Übernahme von Unternehmen durch AIFM	<ul style="list-style-type: none"> • Potenzial für Fehlanreize beim Management von Portfoliounternehmen, insbesondere im Hinblick auf die Nutzung der Fremdfinanzierung • Mangelnde Transparenz und öffentliche Kontrolle von Unternehmen, die übernommen werden

Die Finanzkrise hat die Rolle der AIFM an den Finanzmärkten deutlicher gemacht. Auch wenn sie die Krise nicht verursacht haben, ist der Sektor durch die jüngsten Entwicklungen doch schwer unter Druck geraten. Wegen der Liquiditätsinkongruenz zwischen den Zusagen an die Anleger und den eigenen Anlagen haben viele AIFM mit Liquiditätsproblemen zu kämpfen. In einigen Fällen waren die negativen Auswirkungen auch über den Sektor hinaus auf dem Markt spürbar. So hat die plötzliche Auflösung großer, hebelfinanzierter Positionen von Hedgefonds in Reaktion auf die anziehenden Kreditkonditionen und die Rücknahmeforderungen von Anlegern den Abschwung der Märkte weiter verstärkt und ihnen möglicherweise Liquidität entzogen.

Problemstellung

Die vorliegende Folgenabschätzung soll vor allem klären, ob die aktuellen regulatorischen und aufsichtlichen Regelungen für den AIFM-Sektor in der EU eine solide Grundlage für die Überwachung und Kontrolle dieser Risiken bieten. Insbesondere wird untersucht, ob die grenzübergreifende Dimension angesichts des internationalen Charakters der Anleger und Gegenparteien von AIFM sowie deren Aktivität an den Finanzmärkten in ganz Europa hinreichend berücksichtigt wird.

Trotz dieser wechselseitigen Zusammenhänge ist der Regulierungsrahmen für AIFM zurzeit noch stark fragmentiert. Bestimmte bereichsübergreifende Vorschriften des Gemeinschaftsrechts gelten zwar auch für AIFM, doch gibt es für sie keine speziellen EU-Rechtsvorschriften. Dies heißt jedoch nicht, dass AIFM gar nicht reguliert würden: Viele von

ihnen unterliegen der Regulierung und Aufsicht in dem Mitgliedstaat, in dem sie ihren Sitz unterhalten. Allerdings variieren Reichweite und Inhalt der nationalen Regelungen erheblich, beispielsweise bei den Anforderungen für die Registrierung und Zulassung von AIFM, ihre Berichtspflichten sowie die Standards für die Anlegerinformation und das Risikomanagement.

In der Folgenabschätzung werden zwei zusammenhängende Probleme untersucht, die aus dieser fragmentierten Regulierung erwachsen:

- Erstens kann eine fragmentierte Regulierung **die wirksame Regulierung, Beaufsichtigung und Kontrolle von AIFM auf Makroebene verhindern**, da sie der grenzübergreifenden Dimension ihrer Tätigkeit nicht Rechnung trägt. Dies kann zu einer unvollständigen oder inkonsequenten Überwachung und Kontrolle der auf Makro- und Mikroebene sowie im Bereich der Markteffizienz bestehenden Risiken führen und den Rahmen für den Anlegerschutz schwächen.
- Zweitens kann sie **die Marktintegration und die Entwicklung des Binnenmarkts behindern**, indem sie Hemmnisse für den effizienten grenzübergreifenden Vertrieb von AIFM-Produkten schafft. Dies kann dazu führen, dass AIFM Skaleneffekte nicht nutzen und Anleger ihre Portfolios nicht optimal diversifizieren können.

Der Bericht kommt zu dem Schluss, dass der aktuelle Regulierungsrahmen aus EU-Sicht keine umfassende und wirkungsvolle Grundlage für die Überwachung und Kontrolle der Risiken bietet, die AIFM für ihre Gegenparteien und das Finanzsystem darstellen. Die europäische Dimension des durch Regulierung und Aufsicht zu schützenden Gemeinguts wird nicht hinreichend berücksichtigt.

Eine wirksame Beaufsichtigung auf Makroebene wird insbesondere dadurch verhindert, dass ein kohärenter Ansatz für die Erhebung systemaufsichtsrelevanter Daten von AIFM (beispielsweise über Fremdfinanzierungsgrad und Risikokonzentrationen) sowie ein wirksamer Mechanismus für den Informationsaustausch zwischen den für die Makroaufsicht zuständigen Behörden auf europäischer oder globaler Ebene fehlen. Außerdem werden Anleger wie Gegenparteien dadurch verunsichert, dass es keinen EU-weit einheitlichen Standard für Beaufsichtigung und Anlegerschutz gibt.

Ziele

Angesichts dieser Probleme definiert die Folgenabschätzung die Verwirklichung eines umfassenden und wirksamen Regulierungs- und Aufsichtsrahmens für AIFM in der EU als übergeordnetes Ziel.

Dabei wird anerkannt, dass einige der oben beschriebenen Risiken nicht auf den AIFM-Sektor beschränkt sind und daher besser durch sektorübergreifende Initiativen in den Griff zu bekommen sind. Dazu gehören z.B. Maßnahmen, um den Bedenken hinsichtlich von Leerverkäufen und der Transparenz bestimmter Verfahren für den Erwerb von Stimmrechten an börsennotierten Unternehmen zu begegnen. Außerdem werden sich andere, in der Mitteilung der Kommission für die Frühjahrstagung des Europäischen Rates angekündigte Maßnahmen der allgemeinen Reformagenda dem Bericht zufolge auch auf den AIFM-Sektor auswirken.

Viele andere Risiken erwachsen jedoch direkt aus der Tätigkeit der AIFM und rechtfertigen daher eine gezielte Gegenmaßnahme. Deren Ziele bestünden im Einzelnen darin,

- sicherzustellen, dass alle AIFM geeigneten Zulassungs- und Registrierungsanforderungen unterliegen,
- einen Rahmen für die ordnungsgemäße Kontrolle von Systemrisiken zu stecken,
- die ordnungsgemäße Kontrolle und Begrenzung von Risiken auf Mikroebene sicherzustellen,
- einen gemeinsamen Ansatz für den Schutz von professionellen Anlegern in AIF zu schaffen,
- die öffentliche Rechenschaftspflicht von AIFM, die Mehrheitsbeteiligungen an Unternehmen halten, zu verstärken,
- den Binnenmarkt für AIF weiterzuentwickeln,
- sicherzustellen, dass die Maßnahmen im richtigen Verhältnis zu den Risiken stehen und so differenziert werden, dass sie den Unterschieden in den Geschäftsmodellen von AIFM Rechnung tragen.

Mit welcher Art von Maßnahme lassen sich diese Ziele verwirklichen?

Bei der Suche nach der richtigen Antwort auf die vorgenannten Probleme fragt die Folgenabschätzung zunächst nach Zielrichtung und Reichweite der Maßnahmen, bevor dann geprüft wird, auf welcher Ebene diese ergriffen werden sollten.

Auf welche Teile der Wertschöpfungskette sollte man sich konzentrieren?

In dem Bericht wird festgestellt, dass sich die Ziele am besten verwirklichen ließen, wenn auf der Ebene der AIFM angesetzt würde. Während es sich bei einem AIF lediglich um ein Rechtsgebilde für die Zusammenlegung von Vermögen ohne ökonomisches Eigenleben handelt, ist der AIFM für alle maßgeblichen Entscheidungen über die Fondsverwaltung verantwortlich. Dazu gehören Entscheidungen über Investitionen, die Nutzung des Fremdkapitalhebels, die Leitungsstruktur und die internen Systeme für das Risikomanagement und die Ausschaltung von Interessenkonflikten, die Beziehungen mit den Anlegern, Gegenparteien und Regulierungsbehörden, einschließlich der Bereitstellung von Informationen, die Organisation administrativer Tätigkeiten (einschließlich Bewertung), der Vermögensverwahrung und Rechnungsprüfung, selbst wenn hiermit Dritte beauftragt werden. Die Risiken liegen also fast ausschließlich auf der Ebene des AIFM.

Allerdings müsste ein auf AIFM abzielender Ansatz dem Bericht zufolge durch angemessene Kontrollen für Drittdienstleister (etwa Bewertungs- und Verwahrstellen) ergänzt werden. Auch ein solides Management von Kontrahentenrisiken durch die Kreditgeber trägt maßgeblich dazu bei, die Risiken, die AIFM für den Bankensektor darstellen, zu verringern.

Wie weit sollten etwaige Maßnahmen gehen: Sollte auf bestimmte AIFM-Geschäftsmodelle abgestellt werden, oder ist ein horizontaler Ansatz vorzuziehen?

In dem Bericht werden sodann die Vorteile eines auf bestimmte Geschäftsmodelle abzielenden Ansatzes und eines horizontalen Ansatzes für den AIFM-Sektor gegenübergestellt. Im Ergebnis wäre ein horizontaler Ansatz vorzuziehen, sofern er dem Verhältnismäßigkeitsprinzip entspricht und der Unterschiedlichkeit der Geschäftsmodelle Rechnung trägt. Die einzelnen Geschäftsmodelle ließen sich nur schwer präzise und gerichtsfest definieren; außerdem würden sich durch die entsprechenden Definitionen

regulatorische Schlupflöcher auf. Hinzu kommt, dass viele der Risiken, gegen die diese Maßnahmen ergriffen werden sollen, nicht auf einzelne Geschäftsmodelle beschränkt sind, sondern mehr oder weniger bei allen AIFM auftreten. Ein breiterer Geltungsbereich würde daher sicherstellen, dass diese Risiken umfassend kontrolliert würden.

Die Präferenz für „allumfassende“ Maßnahmen bedeutet jedoch nicht, dass eine „Einheitslösung“ angebracht wäre. Die richtig gestaltete Maßnahme würde der Unterschiedlichkeit der Geschäftsmodelle und den Risiken bestimmter Tätigkeiten durch zielgenaue Regelungen Rechnung tragen.

Wieviel der AIF-Wertschöpfungskette müsste in der EU liegen, damit solche Maßnahmen wirkungsvoll sein können?

Damit die Tätigkeit von AIFM in der EU wirksam reguliert und beaufsichtigt werden kann, müsste der AIFM seinen Sitz in der EU unterhalten. Allerdings liegen dem Bericht zufolge wichtige Teile der AIF-Wertschöpfungskette oft in Offshore-Zentren, insbesondere die AIF selbst und zentrale Drittdienstleister.

Da die Risiken fast ausschließlich auf der Ebene des AIFM liegen, wird die Verwirklichung der angestrebten Ziel dem Bericht zufolge durch den Standort des AIF jedoch nicht beeinträchtigt. Allerdings sind bestimmte Dienstleistungen Dritter, etwa die Bewertung und Verwahrung des Anlagevermögens, von entscheidender Bedeutung für den Anlegerschutz, werden bei bestimmten Arten von AIFM aber oft in Offshore-Zentren ausgeführt. In diesen Fällen kann den Risiken nur dann wirksam begegnet werden, wenn diese Tätigkeiten angemessen kontrolliert werden.

Auf welcher Ebene sollten Maßnahmen ergriffen werden?

In dem Bericht werden fünf Optionen untersucht: Verzicht auf Maßnahmen, Selbstregulierung sowie Rechtsmaßnahmen auf mitgliedstaatlicher, europäischer und internationaler Ebene. Der Bericht kommt zu dem Schluss, dass die wirksame Überwachung und Minderung von AIFM-bezogenen Risiken rechtsverbindliche und durchsetzbare Maßnahmen erfordert, um EU-weit einen hohen Regulierungs- und Aufsichtsstandard sicherzustellen. Von der Branche entwickelte Standards könnten in die entsprechenden Bestimmungen einfließen und als weitere Orientierungshilfe dienen.

Im Grunde könnten die Mitgliedstaaten ihre eigene Regulierung und Aufsicht ausbauen und sich um eine bessere Zusammenarbeit mit anderen Staaten bemühen. Allerdings bestünde bei einem unkoordinierten Vorgehen die Gefahr, dass die grenzübergreifende Natur der Risiken unberücksichtigt bleibt und keine verbindlichen Lösungen für Zusammenarbeit und Informationsaustausch zustande kämen. Außerdem könnten die Binnenmarktfreiheiten auf diese Weise nicht garantiert werden.

Daher wird die Auffassung vertreten, dass Rechtsmaßnahmen auf EU-Ebene klar von Vorteil wären, da sie sowohl eine EU-weite Risikoüberwachung und -kontrolle als auch einen sicheren Rahmen für den EU-weiten Vertrieb von AIF böten. Da sich Risiken international ausbreiten können, sollten Maßnahmen in der EU idealerweise mit entsprechenden Maßnahmen auf internationaler Ebene abgestimmt werden. Die Entwicklung eines soliden Rahmens in Europa könnte ein guter Ausgangspunkt für weltweite Gespräche und den globalen Informationsaustausch sein.

Subsidiarität

In dem Bericht wird die Auffassung vertreten, dass EU-Maßnahmen in diesem Bereich dem Subsidiaritätsprinzip entsprechen, da die Risiken naturgemäß grenzübergreifend sind und die Anforderungen an AIFM sowie die von ihnen eingeholten Informationen hochgradig kohärent sein müssen. Artikel 47 Absatz 2 EG-Vertrag böte die Rechtsgrundlage für eine solche Maßnahme.

Was die Wahl des Rechtsinstruments angeht, so würde eine Richtlinie das richtige Gleichgewicht zwischen der Harmonisierung zentraler Risikokontrollmaßnahmen und der nötigen Flexibilität für die Mitgliedstaaten herstellen, die Bestimmungen in nationales Recht umzusetzen. Eine europäische Regelung könnte den Mitgliedstaaten auch den nötigen Freiraum lassen, für ausschließlich inländisch tätige AIFM zusätzliche Anforderungen vorzusehen und gegebenenfalls eine Regelung für den Vertrieb bestimmter Arten von AIF an Kleinanleger einzuführen.

Bestimmungen eines etwaigen Vorschlags und erwartete Wirkung

Im letzten Abschnitt wird erörtert, wie Maßnahmen in diesem Bereich aufgebaut sein müssten, damit sie in angemessenem Verhältnis zu den Risiken stehen und keinen überproportionalen Verwaltungsaufwand verursachen.

Allgemeine Bestimmungen

In dem Bericht werden verschiedene allgemeine Bestimmungen beschrieben, die für alle AIFM gelten würden. Dazu gehören würden Zulassungsanforderungen, die der zuständigen Behörde Gewissheit verschaffen sollen, dass der AIFM die nötige Eignung besitzt, über ausreichendes Kapital verfügt und die nötigen Vorkehrungen u.a. für Risikomanagement, Bewertung, Vermögensverwahrung, Rechnungsprüfung und Interessenkonflikte getroffen hat. Mit weiteren Bestimmungen soll sichergestellt werden, dass der AIFM die Anleger angemessen und rechtzeitig über seine Anlagepolitik, Gebühren und internen Verfahren sowie die Regulierungsbehörden über die Art des verwalteten AIF sowie seine maßgeblichen Positionen und Risikokonzentrationen unterrichtet. Vorbehaltlich dieser Anforderungen erhalte der AIFM das Recht, seine Dienste (nach entsprechender Meldung) in allen Mitgliedstaaten zu erbringen und seinen AIF EU-weit an professionelle Anleger zu vertreiben.

Im Sinne der Verhältnismäßigkeit würden diese Anforderungen nur für AIFM gelten, die ein Gesamtvermögen von mindestens 250 Mio. EUR verwalten. Bei kleineren AIFM wären die zusätzliche Verwaltungsbelastung und der Aufwand für die Aufsichtsbehörden größer als der Grenznutzen, der sich durch die Verringerung der Risiken ergäbe.

Vorschriften für bestimmte Tätigkeiten

Zusätzlich zu den allgemeinen Bestimmungen würden bestimmte Vorschriften nur dann gelten, wenn der AIFM bestimmten Tätigkeiten nachgeht. Diese Vorschriften müssten den unterschiedlichen Geschäftsmodellen von AIFM Rechnung tragen und auf die jeweiligen Risiken zugeschnitten sein. Dies bedeutet insbesondere:

- **AIFM, die die Hebelwirkung von Fremdkapital systematisch** und in maßgeblichem Umfang **nutzen**, müssten gegenüber dem Anleger zusätzliche Informationspflichten

erfüllen und den Grad der Fremdkapitalnutzung gegenüber den zuständigen Behörden offenlegen; und

- für **AIFM, die Unternehmensbeteiligungen erwerben**, würden zusätzliche Informations- und Offenlegungspflichten wirksam, sobald ein AIF eine Mehrheitsbeteiligung an einem Unternehmen (außer KMU) erlangt; und wenn ein AIFM die Börsennotierung eines Unternehmens aufhebt, würden die für börsennotierte Gesellschaften geltenden Berichtspflichten dennoch eine gewisse Zeit lang weitergelten.

Verwaltungsaufwand

Die mit der vorgeschlagenen Maßnahme eingeführten Anforderungen würden für AIFM einen gewissen Verwaltungsaufwand mit sich bringen. Die entstehenden Zusatzkosten würden in erster Linie davon abhängen, welche Anforderungen im jeweiligen Herkunftsland bereits gelten. Die Zusatzkosten für AIFM (und ihre Aufsichtsbehörden) wären durch die verbesserte Beaufsichtigung und den Nutzen gerechtfertigt, den AIFM durch die grenzübergreifende Erbringung von AIFM-Dienstleistungen und den grenzübergreifenden Vertrieb von AIF an professionelle Anleger im Rahmen eines einfachen Meldeverfahrens erzielen würden.

Aufgrund der Unsicherheiten über die Kosten kann nicht genau abgeschätzt oder beziffert werden, wie sich der Vorschlag auf die Wettbewerbsfähigkeit von AIFM mit Sitz in der EU auswirken würde.