

# Börsen-Zeitung SPEZIAL

Verlagsbeilage zur Börsen-Zeitung | 10. November 2021 | Nr. 217



Alternative  
Investments

# AIFMD Review 2021 und Neuerungen für Fondsmanager

Die EU-Kommission sieht nur in Teilbereichen der Richtlinie Verbesserungsbedarf



**Dr. Tobias Lochen**  
Counsel  
bei POELLATH



**Uwe Bärenz**  
Partner  
bei POELLATH

Es ist inzwischen gut zehn Jahre her, seit die AIFM-Richtlinie im Nachgang der globalen Finanzkrise das Geschäft der Manager alternativer Investmentfonds rechtlich vollkommen neu geordnet hat. Europaweit mussten sich viele Manager erstmals einer strikten Regulierung unterwerfen. Die anfängliche Skepsis ist inzwischen gewichen, und die damals teils düsteren Prognosen für die Branche haben sich nicht bewahrheitet. Der Markt für Manager alternativer Investmentfonds wurde keineswegs durch Verdrängung der kleineren Akteure „bereinigt“, und die zum Teil gestiegenen Verwaltungskosten der einzelnen Fonds spielen angesichts der kräftig steigenden Investitionssummen im alternativen Bereich vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfelds allenfalls eine untergeordnete Rolle. Grund zur Kritik gibt es allerdings nach wie vor im Markt.

Die Richtlinie wurde inzwischen sechsmal ergänzt, zuletzt im Sommer 2021, um einheitliche Regelungen zur Investorenansprache vor dem eigentlichen Vertrieb eines Fonds (sog. „Pre-Marketing“) zu schaffen. Eine grundlegende Überarbeitung der Richtlinie hat indes nicht stattgefunden.

Jetzt strebt die Kommission nach dem großen Wurf, einer kompletten

Neufassung der AIFM-Richtlinie. Die Richtlinie selbst legt fest, dass die Kommission eine umfassende Überprüfung durchzuführen hat, und zwar in nahezu allen Bereichen. Die Kommission hat hierzu eine auf Umfragen unter den Marktteilnehmern in 15 EU-Mitgliedstaaten basierende empirische Analyse zur Funktionsweise der AIFM-Richtlinie in Auftrag gegeben. Darauf aufbauend hat sie in einem Abschlussbericht die Kernbereiche identifiziert, die bei der Überarbeitung eine Rolle spielen sollen.

Im übergeordneten EU-Kontext ist die Richtlinie eine wesentliche Säule der angestrebten Kapitalmarktunion. Sie soll aus Sicht der Kommission zur besseren Überwachung von Risiken im Finanzsystem beitragen und gleichzeitig die europaweite, grenzüberschreitende Kapitalbeschaffung im Bereich alternativer Kapitalanlagen vereinfachen. Sie hat erstmalig einen Binnenmarkt für alternative Investmentfonds geschaffen und gleichzeitig durch eine engere aufsichtsrechtliche Überwachung der Manager für mehr Transparenz gegenüber den Anlegern und den Aufsichtsbehörden gesorgt. Dies gilt es nun zu verbessern, durch den Abbau von Hindernissen und die Ergänzung sinnvoller Neuregelungen.

Sichtbar wird der Verbesserungsbedarf gerade im Hinblick auf den Binnenmarkt. Das Passporting als zentrales Element der Richtlinie, also der grenzüberschreitende Vertrieb bzw. die grenzüberschreitende Verwaltung alternativer Investmentfonds, wird von den nationalen Behörden weiterhin uneinheitlich gehandhabt und ist aus Sicht der Marktteilnehmer ineffizient, kompliziert, aufwendig und teuer. Kleine, lediglich registrierte Manager ohne Vollerlaubnis können den Vertriebspass gar nicht nutzen, obwohl sie einen Großteil der Marktteilnehmer ausmachen. Auch kann der Vertriebspass nur für den Vertrieb an professionelle Kunden genutzt werden und schränkt die Zielgruppen des Vertriebs somit deutlich ein. Kleinanlegern wird der Zugang zu alternativen Anlageformen also erheblich erschwert. Noch immer sind Manager bzw. Fonds aus Drittstaaten nicht in das Passporting einbezogen, obwohl dies in der Richtlinie samt konkretem Fahrplan angelegt ist. Letztlich gibt es bislang auch keinen Pass für das grenzüberschreitende Angebot der Verwahrstellenfunktion. Das schränkt die Verfügbarkeit qualifizierter Anbieter erheblich ein. Ein funktionierender Binnenmarkt sieht anders aus.

Im Bereich des Investorenschutzes hält die Kommission die Richtlinie

*Die anfängliche Skepsis ist inzwischen gewichen*

für durchaus erfolgreich. Deren Schutz ist durch die Einführung weiterer Kontrollinstanzen wie der Verwahrstelle, aber auch durch Regeln zur Vermeidung von Interessenkonflikten, Offenlegungs-, Transparenz- und Bewertungsregeln gestärkt worden. Allerdings gehen die veröffentlichten Informationen teilweise am Informationsbedarf der Anleger vorbei. Hier sollte nachgeschärft werden.

Auf der Makroebene ist ein Kritikpunkt der Marktteilnehmer die unzureichende Zusammenarbeit und uneinheitliche Rechtsanwendung durch die nationalen Aufsichtsbehörden. Die Kommission will insofern die europäische Aufsichtsbehörde ESMA ausbauen und sie verstärkt mit der Harmonisierung durch den Erlass von Richtlinien betrauen. Gegebenenfalls sollen verbesserte direkte Eingriffsmöglich-

*Die Kommission will die europäische Aufsichtsbehörde ESMA ausbauen*

keiten der Aufsichtsbehörden zum Schutz der Stabilität der Finanzmärkte hinzukommen. Auch ein einheitlicheres Reporting durch die Manager steht zur Diskussion. Interessant ist die explizite Befassung mit Darlehensfonds, die aufgrund ihres wachsenden Volumens in den Fokus der Kommission geraten sind, da sie für die Stabilität der Finanzmärkte durchaus relevant werden können.

Als einzige Assetklasse mit eigenen spezifischen Regelungen in der Richtlinie sind Private-Equity-Fonds auch weiter im Blickfeld der Kommission. Die betreffenden Regelungen über die Kontrollerlangung und die Vermeidung der Zerschlagung von Unternehmen werden zwar nicht in Frage gestellt, gegebenenfalls soll aber das Reporting verbessert werden, um für mehr Transparenz zu sorgen. Die Kommission

nimmt zur Kenntnis, dass es sich bei den Managern ganz überwiegend um kleine registrierte Manager handelt, die daher den grenzüberschreitenden Vertrieb nur unzureichend nutzen können, was als Markthindernis empfunden wird. Das soll in besonderem Maße Venture-Capital-Manager betreffen, denen allerdings die Registrierung nach der EuVECA-Verordnung offensteht.

Marktteilnehmer werden also den europäischen Gesetzgebungsprozess genau beobachten. Stakeholder und Branchenverbände sind bereits involviert und konnten ihre Vorstellungen im Rahmen eines Konsultationsverfahrens einbringen. Es ist durchaus mit einem ausgedehnten Verfahren zu rechnen, galt doch bereits die Richtlinie selbst laut Brüsseler Kreisen als einer der „am meisten lobbyierten Rechtsakte“ der EU überhaupt.