EUROPÄISCHE
KOMMISSION

Brüssel, den 10.6.2020
COM(2020) 232 final

BERICHT DER KOMMISSION AN DAS EUROPÄISCHE PARLAMENT UND DEN RAT

über die Bewertung der Anwendung und des Geltungsbereichs der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates über die Verwalter alternativer Investmentfonds

INHALTSVERZEICHNIS

1. EINLEITUNG 4

1.1 Hintergrund 4

1.2 Rechtsgrundlage 5

1.3 Methode und Konsultationsprozess 5

2. BEWERTUNG DER ANWENDUNG UND DES UMFANGS DER AIFMD 6

2.1 Auswirkungen auf AIF und AIFM 7

2.2 Auswirkung auf Anleger 8

2.3 Auswirkungen auf die Überwachung und Bewertung von Systemrisiken 9

2.4 Auswirkungen auf die Vorschriften für Anlagen in Privatunternehmen sowie Anlagen in oder zugunsten von Entwicklungsländern 11

ABKÜRZUNGEN

AIF	Alternativer Investmentfonds
AIFM	Verwalter alternativer Investmentfonds (Alternative Investment Fund Manager)
AIFMD	Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (Directive on Alternative Investment Fund Managers)
AuM	Verwaltete Vermögenswerte (Assets under management)
CLO	Wertpapiere, die durch ein Kreditportfolio besichert sind (Collateralised Loan Obligation)
CMU	Kapitalmarktunion (Capital Markets Union)
CRD	Eigenkapitalrichtlinie (Capital Requirements Directive)
CSD	Zentralverwahrer (Central Securities Depositary)
GD FISMA	Generaldirektion Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und Kapitalmarktunion
EZB	Europäische Zentralbank
EGESC	Expertengruppe des Europäischen Wertpapierausschusses (Expert Group of the European Securities Committee)
ELTIF	Europäischer langfristiger Investmentfonds (European Long-Term Investment Fund)
ESMA	Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (European Securities and Markets Authority)
ESRB	Europäischer Ausschuss für Systemrisiken (European Systemic Risk Board)
EU	Europäische Union
EuVECA	Europäischer Risikokapitalfonds (European Venture Capital Fund)
FSB	Finanzstabilitätsrat (Financial Stability Board)
IMSC	Ständiger Ausschuss der ESMA für Anlageverwaltung (ESMA Investment Management Standing Committee)
IOSCO	Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtskommissionen (International Organization of Securities Commissions)
NAV	Nettoinventarwert (Net Asset Value)
NCA	Zuständige nationale Behörde (National Competent Authority)

NPPR	Nationale Bestimmungen über Privatplatzierungen (National Private Placement Regime)
MiFID	Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (Markets in Financial Instruments Directive)
OGAW	Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren

1. EINLEITUNG

1.1 Hintergrund

Die Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds[1] (AIFMD) wurde infolge der weltweiten Finanzkrise verabschiedet, die bestimmte Schwächen in den globalen Finanzmärkten und den entsprechenden Regulierungssystemen zutage gefördert hat.[2] Die Staats- und Regierungschefs der Gruppe der 20 (G20) stimmten demzufolge darin überein, dass die Finanzindustrie einer stärkeren Regulierung bedarf, um das Risiko und Ausmaß künftiger Krisen zu minimieren.[3] Dies umfasste auch den Sektor der Verwaltung alternativer Investmentfonds, in dem eine besser koordinierte Aufsicht und mehr Anlegertransparenz erforderlich waren. Zur Unterstützung der Ziele der G20 hat die Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtskommissionen (IOSCO) hochrangige Prinzipien für die Regulierung von Hedgefonds herausgegeben, um die Entwicklung internationaler Standards auf diesem Gebiet zu steuern.[4]

Nach der Billigung dieser internationalen Verpflichtungen durch den Europäischen Rat[5] und im Lichte des Berichts des Europäischen Parlaments[6] hat die Europäische Kommission (im Folgenden „Kommission“) einen Vorschlag für einen Regulierungsrahmen für die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM)[7] vorgelegt. Die AIFMD wurde am 8. Juni 2011 angenommen. Nach ihrer Umsetzung in einzelstaatliches Recht trat die AIFMD am 22. Juli 2013 in Kraft.[8]

Die AIFMD zielt darauf ab, ein kohärentes aufsichtsrechtliches Vorgehen für die Risiken des Finanzsystems zu gewährleisten, einen hohen Anlegerschutz sicherzustellen und die Marktintegration von EU-AIF zu erleichtern.[9] Die AIFM müssen Maßnahmen zum Risikomanagement ergreifen und die erforderliche Transparenz hinsichtlich der Tätigkeiten der von ihnen verwalteten alternativen Investmentfonds (AIF) gewährleisten und zugleich in der Lage sein, mit einer einzigen Zulassung AIF zu verwalten und an professionelle Anleger in der gesamten Union zu vertreiben[10].

[1] Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010 (ABl. L 174 vom 1.7.2011, S. 1) (AIFMD).

[2] Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über die Verwalter alternativer Investmentfonds vom 30. April 2009 (KOM(2009) 207 endgültig).

[3] *Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy* (Erklärung des Gipfels über die Finanzmärkte und die Weltwirtschaft), Washington DC, 15. November 2008.

[4] Erwägungsgrund 89 der AIFMD; Hedge Funds Oversight – Final Report (Überblick über Hedgefonds – Abschlussbericht), Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtskommissionen, Juni 2009.

[5] Schlussfolgerungen des Europäischen Rates vom 16. September 2010.

[6] Bericht des Europäischen Parlaments mit Empfehlungen an die Kommission zu Hedge-Fonds und Private Equity (A6-0338/2008) („Rasmussen-Bericht“) und Bericht des Europäischen Parlaments mit Empfehlungen an die Kommission zur Transparenz institutioneller Investoren (A6-0296-2008) („Lehne-Bericht“); Bericht der hochrangigen Expertengruppe für Finanzaufsicht in der EU, 25. Februar 2009. S. 25.

[7] Siehe Fußnote 2.

[8] Der letzte Mitgliedstaat hat den Prozess zur Umsetzung der AIFMD Ende 2015 abgeschlossen.

[9] Erwägungsgründe 2–4 und 94 der AIFMD.

[10] Artikel 32 Absatz 1 der AIFMD.

1.2 Rechtsgrundlage

Der vorliegende Bericht wurde gemäß Artikel 69 AIFMD erstellt. Die Kommission ist verpflichtet, die Anwendung und den Geltungsbereich der AIFMD mit Schwerpunkt auf den Erfahrungen bei der Anwendung der Richtlinie zu überprüfen. Um festzustellen, inwieweit die Ziele der AIFMD erreicht worden sind, ist es erforderlich, die Auswirkungen der Richtlinie auf Anleger, AIF und AIFM in der Union und in Drittländern zu bewerten.

Mit diesem Bericht kommt die Kommission ihrem Auftrag nach, dem Europäischen Parlament und dem Rat eine Bewertung der Funktionsweise der AIFMD vorzulegen. Überdies werden gemäß Artikel 6 der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013 der Kommission (AIFMR)[11], welche die AIFMD ergänzt, die Methoden zur Berechnung von Hebelfinanzierungen untersucht. Die Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen (SWD (2020)110: Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen zur Bewertung der Anwendung und des Geltungsbereichs der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates über die Verwalter alternativer Investmentfonds) enthält weitere Angaben zu den Schlussfolgerungen. Zudem wurde ein unabhängiger KPMG-Bericht veröffentlicht.[12]

1.3 Methode und Konsultationsprozess

Die Kommission einen externen Auftragnehmer, nämlich die KPMG[13], damit beauftragt, eine allgemeine Erhebung und eine evidenzbasierte Studie durchzuführen, um die Auswirkungen der AIFMD zu bewerten[14].

Die empirische Studie befasste sich mit 15 EU-Mitgliedstaaten[15]. Es wurde bewertet, ob die spezifischen Vorschriften der AIFMD wirksam, effizient, kohärent und relevant sind und ob sie die EU-Maßnahmen zur Erreichung der allgemeinen, konkreten und operativen Ziele der Richtlinie unterstützen.[16]

Die Ergebnisse der KPMG werden durch andere Informationsquellen ergänzt, einschließlich relevanter Datenaktualisierungen und Informationen, die durch verschiedene Arbeitsabläufe

[11] Delegierte Verordnung (EU) Nr. 231/2013 der Kommission vom 19. Dezember 2012 zur Ergänzung der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Ausnahmen, die Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit, Verwahrstellen, Hebelfinanzierung, Transparenz und Beaufsichtigung (ABl. L 83 vom 22.3.2013, S. 1).

[12] *Report on the Operation of the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD) – Directive 2011/61/EU* (Bericht über die Funktionsweise der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMD) – Richtlinie 2011/61/EU) (KPMG-Bericht), abrufbar unter: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190110-aifmd-operation-report_en.pdf.

[13] KPMG Law Rechtsanwaltsgesellschaft mbH als federführende Gesellschaft, mit den Unterauftragnehmern KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (Deutschland) und KPMG LLP (Vereinigtes Königreich), unterstützt durch das europäische KPMG-Netzwerk.

[14] Die allgemeine Erhebung wurde in der Zeit vom 6. Februar 2018 bis 29. März 2018 in Form eines Online-Fragebogens durchgeführt. Bei der Durchführung der Erhebung orientierte sich die KPMG an einer Liste von Aspekten nach Maßgabe von Artikel 69 Absatz 1 der AIFMD, und die Beteiligten waren eingeladen, ihre Erfahrungen in Bezug auf diese Aspekte mitzuteilen.

[15] Österreich, Belgien, Zypern, Tschechische Republik, Dänemark, Frankreich, Deutschland, Ungarn, Irland, Italien, Luxemburg, Malta, Niederlande, Spanien, Vereinigtes Königreich. Dies stellt in Bezug auf Geografie und Größe des Markts für AIF, AIFM oder Anleger eine gute Stichprobe von Mitgliedstaaten dar.

[16] Siehe Fußnote 12.

in der Kommission[17], der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA)[18] und im Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) gewonnen wurden.[19] Der Zusammenarbeit der Kommission mit den Beteiligten, d. h. zuständigen nationalen Behörden (NCA), Industrievertretern und Anlegerschutzverbänden, im Wege öffentlicher Konsultationen sowie bi- und multilateraler Treffen wurde Rechnung getragen. Zudem wurden zur Vorbereitung dieses Berichts wissenschaftliche und statistische Veröffentlichungen herangezogen. So waren zum Beispiel die jährlichen statistischen Berichte der ESMA über EU-AIF bei der Beschreibung des EU-AIF-Markts besonders nützlich.[20] Einzelne Beispiele für die Ineffizienz bestimmter Unionsvorschriften wurden ebenfalls berücksichtigt.

Am 27. September 2019 hat die Kommission die Expertengruppe des Europäischen Wertpapierausschusses (EGESC) als Vertretung der Mitgliedstaaten konsultiert, um fachliches und politisches Feedback zu wesentlichen Fragen im Zusammenhang mit der Anwendung und dem Umfang der AIFMD zu erhalten. Die Mitglieder der EGESC wurden aufgefordert, schriftlich Stellung zu nehmen, und den Positionen der EGESC-Mitglieder wird in diesem Bericht Rechnung getragen.

Am 22. Oktober 2019 legte die Kommission dem Ständigen Ausschuss der ESMA für Anlageverwaltung (IMSC) die Kernpunkte dieses Berichts vor und ersuchten ihn um Beiträge auf der Grundlage der Erfahrungen der NCA auf dem Gebiet der Aufsicht.

2. BEWERTUNG DER ANWENDUNG UND DES UMFANGS DER AIFMD

Die AIFMD ist ein wichtiger Pfeiler der Kapitalmarktunion (CMU), der eine bessere Überwachung der Risiken für das Finanzsystem und die grenzüberschreitende Kapitalbeschaffung für Anlagen in alternative Vermögenswerte erleichtert. Der AIFMD kam

[17] Antworten auf die Sondierung der Kommission zum EU-Rechtsrahmen für Finanzdienstleistungen; Antworten auf die Konsultation der Kommission zum grenzüberschreitenden Vertrieb von Investmentfonds (UCITS, AIF, ELTIF, EuVECA und EuSEF) in der EU.

[18] *ESMA's opinion to the European Parliament, Council and Commission and responses to the call for evidence on the functioning of the AIFMD EU passport and of the National Private Placement Regimes* (Stellungnahme der ESMA an das Europäische Parlament, den Rat und die Kommission und Antworten auf die Sondierung betreffend das Funktionieren des Passes für EU-AIFMD und der nationalen Bestimmungen über Privatplatzierungen), 30. Juli 2015 (ESMA/2015/1235); *Notification frameworks and home-host responsibilities under UCITS and AIFMD – ESMA Thematic Study among National Competent Authorities* (Melderahmen und Zuständigkeiten des Herkunfts- sowie des Aufnahmelandes im Rahmen der OGAW-Richtlinie und der AIFMD – von der ESMA unter den zuständigen nationalen Behörden durchgeführte thematische Studie), 7. April 2017 (ESMA34-43-340); *ESMA's opinion on asset segregation and custody services* (Stellungnahme der ESMA zur Trennung von Vermögenswerten und zur Schließfachverwaltung), 20. Juli 2017 (ESMA34-45-27); *ESMA Annual Statistical Report – EU Alternative Investment Funds 2019* (Jährlicher Statistikbericht der ESMA – Europäische alternative Investmentsfonds 2019), 21. Januar 2019 (ESMA50-165-748). und *ESMA Annual Statistical Report – EU Alternative Investment Funds 2020* (Jährlicher Statistikbericht der ESMA – Europäische alternative Investmentsfonds 2020), 10. Januar 2020 (ESMA50-165-1032).

[19] Empfehlungen des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken vom 7. Dezember 2017 zu Liquiditäts- und Hebelfinanzierungsrisiken von Investmentfonds (ESRB/2017/6) (ABl. C 151 vom 30.4.2018, S. 1); Schreiben des ESRB vom 3. Februar 2020 an die GD FISMA mit dem Betreff *ESRB considerations regarding the AIFMD* (Erwägungen des ESRB betreffend die AIFMD).

[20] *ESMA Annual Statistical Report – EU Alternative Investment Funds 2019* (Jährlicher Statistikbericht der ESMA – Europäische alternative Investmentsfonds 2019), 21. Januar 2019 (ESMA50-165-748) und *ESMA Annual Statistical Report – EU Alternative Investment Funds 2020* (Jährlicher Statistikbericht der ESMA – Europäische alternative Investmentsfonds 2020), 10. Januar 2020 (ESMA50-165-1032).

bei der Schaffung eines Binnenmarkts für AIF und der Stärkung des Regulierungs- und Aufsichtsrahmens für AIFM in der Union eine bedeutende Rolle zu. Die Arbeit der AIFM ist nun für Anleger und Aufsichtsbehörden transparenter.

2.1 Auswirkungen auf AIF und AIFM

Gemessen am Nettoaktivvermögen der AIF und an den verwalteten Vermögenswerten (AuM) befindet sich der EU-AIF-Markt auf einem kontinuierlichen Wachstumspfad und weist eine bemerkenswerte grenzüberschreitende Aktivität der AIFM auf. Seit der Annahme der AIFMD im Jahr 2011 hat sich das Gesamtnettoaktivvermögen der AIF mehr als verdoppelt (von 2,3 Bio. EUR auf 5,9 Bio. EUR).[21] Der grenzüberschreitende Vertrieb von AIF hat sich zwischen Juni 2017 und Oktober 2019 beinahe verdoppelt (der Anteil der grenzüberschreitend vertriebenen AIF ist von 3 % auf 5,8% gestiegen).[22] Insofern hat sich der AIFM-Pass als bedeutender Faktor bestätigt. Die Mehrheit der an der allgemeinen Erhebung beteiligten AIFM, Behörden und institutionellen Anleger gab an, dass sich der Zugang zu den nationalen Märkten aufgrund der AIFMD verbessert habe, auch wenn 34 % von einer verlängerten Vorlaufzeit berichteten.[23]

Dieser Bericht kommt zu dem Ergebnis, dass die Wirksamkeit des Passes für EU-AIFM durch nationale Überregulierung, Abweichungen in den nationalen Vertriebsvorschriften[24], die unterschiedliche Auslegung der AIFMD durch die nationalen Aufsichtsbehörden[25] sowie durch seinen begrenzten Anwendungsbereich beeinträchtigt wird. Kleinere AIFM, die nicht in der Lage sind, alle Anforderungen der AIFMD zu erfüllen, müssen auf die Kapitalbeschaffung in anderen Mitgliedstaaten verzichten oder erhebliche Hindernisse für den Marktzutritt überwinden. Darüber hinaus ermöglicht der AIFM-Pass lediglich den Vertrieb an professionelle Anleger, was wiederum die grenzüberschreitenden Tätigkeiten von AIFM einschränkt, da semiprofessionelle und Kleinanleger nur nach unterschiedlichen (und oftmals restriktiven) nationalen Vorschriften angesprochen werden können. Der Vertrieb von AIF unterliegt den Vorschriften der Finanzmarktrichtlinie MiFID II[26], in denen zwischen Kleinanlegern und professionellen Anlegern unterschieden wird. Daher muss bei jeder Änderung der Definition der Anlegertypen in der AIFMD die Wechselwirkung zwischen der AIFMD und den einschlägigen Bestimmungen der Finanzmarktrichtlinie MiFID II berücksichtigt werden.

AIF werden Kleinanlegern von Banken und Versicherungsunternehmen angeboten. Diese Finanzintermediäre fördern aktiv hauptsächlich interne Fonds, anstatt auch eine breitere Palette an AIF von Dritten anzubieten.[27] Die Situation ändert sich jedoch mit einem

[21] *Fact Book 2019* (Faktenbuch 2019) der Europäischen Investment-Vereinigung (EFAMA) S. 27.
[22] Morningstar, Juni 2017 und Morningstar, Oktober 2019.
[23] Siehe Fußnote 12, S. 101.
[24] Siehe Fußnote 12, S. 74 und 114.
[25] *Commission staff working document – Impact assessment on cross-border distribution of collective investment funds* (Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen – Folgenabschätzung betreffend den grenzüberschreitenden Vertrieb von gemeinsamen Anlagen), 12. März 2018 (SWD(2018) 54 final), abrufbar unter: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/1435-Reducing-barriers-to-cross-border-distribution-of-investment-funds.
[26] Richtlinie 2014/65/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU (ABl. L 173 vom 12.6.2014, S. 349).
[27] *Distribution systems of retail investment products across the European Union – Final report* (Systeme zum Vertrieb von Anlageprodukten für Kleinanleger in der Europäischen Union – Abschlussbericht), April 2018,

wachsenden Marktanteil von Online-Plattformen. Die Arbeitsabläufe in der Kommission im Zusammenhang mit der Kapitalmarktunion konzentrieren sich auf die Verbesserung des Vertriebs von Anlageprodukten in der Union und die Überprüfung der Offenlegungspflichten. Die Ergebnisse dieser Arbeitsabläufe werden sich auch auf AIF und AIFM mit Sitz in Drittländern auswirken, deren Zugang zu Anlegern in den einzelnen Mitgliedstaaten derzeit nur auf nationalen Gesetzen, genauer gesagt den nationalen Bestimmungen über Privatplatzierungen (NPPR), beruht.

Die Rolle der NPPR wird in Anbetracht der fehlenden Aktivierung des AIFM-Passes für Unternehmen aus Drittländern von den Beteiligten als bedeutender Faktor in der Marktentwicklung anerkannt. Folglich können Anleger in Mitgliedstaaten, die über NPPR verfügen, Zugang zu den globalen Märkten für Finanzdienstleistungen erhalten und ihre Anlage der Zuteilungsmittel diversifizieren. Allerdings unterschieden sich die NPPR je nach Mitgliedstaat, und was noch wichtiger ist: Die AIFM müssen nur eine sehr begrenzte Anzahl der AIFMD-Anforderungen umsetzen. Dadurch werden ungleiche Wettbewerbsbedingungen zwischen EU-AIFM und Nicht-EU-AIFM geschaffen. Einige Mitgliedstaaten haben Unternehmen aus Drittländern den Marktzugang vollständig verwehrt. Einige Mitgliedstaaten haben eine weitere Harmonisierung der NPPR vorgeschlagen, während andere der Ansicht sind, dass die Aktivierung des AIFMD-Passes für Unternehmen aus Drittländern und das anschließende Auslaufen der NPPR eine bessere Lösung für dieses Problem darstellen.

Die Kommission hat das Funktionieren des Passes für Nicht-EU-AIFMD nicht bewertet, da dieser noch nicht aktiviert wurde und es keine marktspezifischen Daten gibt, auf die zurückgegriffen werden könnte.

2.2 Auswirkung auf Anleger

Wie aus der ausführlichen Bewertung in der Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen hervorgeht, dienen die Anforderungen an die Verwahrung, die Vorschriften in Bezug auf Interessenkonflikte, die Offenlegungspflichten sowie die Transparenzanforderungen dem Schutz der Interessen der Anleger, um so das Vertrauen der Anleger in die Finanzmärkte zu stärken. Die Marktzahlen belegen einen Anstieg beim Verkauf von AIF mit einer höheren Beteiligung von Kleinanlegern in mehreren Mitgliedstaaten.[28] Die grenzüberschreitenden Aktivitäten haben aufgrund der kürzlich verabschiedeten Vorschriften im Zusammenhang mit der Kapitalmarktunion[29] das Potential, weiter zu wachsen.

Ein spezielles System zur Regulierung der Funktionen und der Haftung von Verwahrstellen hat sich als wirksame Maßnahme zur Verbesserung des Anlegerschutzes erwiesen.[30] Dieses System funktioniert gut, auch wenn für Situationen, in denen AIFM auf eine dreigliedrige Sicherheitenverwaltung zurückgreifen oder wenn Zentralverwahrer (CSD) als Verwahrstellen fungieren, gezielte Klarstellungen erforderlich sein können.

S. 17, abrufbar unter: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/180425-retail-investment-products-distribution-systems_en.pdf.

[28] Siehe Fußnote 12, S. 257.

[29] Richtlinie (EU) 2019/1160 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Juni 2019 zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EG und 2011/61/EU im Hinblick auf den grenzüberschreitenden Vertrieb von Organismen für gemeinsame Anlagen (ABl. L 188 vom 12.7.2019, S. 106) und Verordnung (EU) 2019/1156 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Juni 2019 zur Erleichterung des grenzüberschreitenden Vertriebs von Organismen für gemeinsame Anlagen und zur Änderung der Verordnungen (EU) Nr. 345/2013, (EU) Nr. 346/2013 und (EU) Nr. 1286/2014 (ABl. L 188 vom 12.7.2019, S. 55).

[30] Siehe Fußnote 12, S. 94.

Noch wichtiger ist, dass das Fehlen eines Passes für Verwahrstellen nicht mit dem Geist des Binnenmarktes vereinbar ist. Aufgrund der begrenzten Auswahl von Dienstleistern in kleineren Märkten wird zudem ein Konzentrationsrisiko befürchtet, d. h. dass die Vermögenswerte aller AIF mit Sitz in einem Mitgliedstaat von einer einzigen Verwahrstelle gehalten werden.

In Bezug auf die Bewertungsvorschriften, die für die Festlegung des Anteils jedes Anlegers an einem bestimmten AIF und die Überwachung der Leistung des jeweiligen AIF erforderlich sind, wurde dem Prozess der Bewertung der AIF-Vermögenswerte durch die AIFMD eine gewisse Disziplin und Struktur verliehen.[31] Allerdings können Fragen in Bezug auf den binären Charakter der Bewertungsvorschriften, der dem Verständnis der Beteiligten zufolge einen kombinierten Einsatz von internen und externen Gutachtern verhindert, sowie in Bezug auf die Haftung externer Gutachter nach nationalem Recht auftauchen. Es liegen jedoch keine ausreichenden Anhaltspunkte dafür vor, welche Offenlegungsvorschriften der AIFMD geändert werden sollten.

Die in der AIFMD festgelegten Offenlegungsvorschriften sind zwar mit gewissen Kosten für die Branche verbunden, aber das Ziel, den Anlegern fundierte Anlageentscheidungen zu ermöglichen, wurde weitgehend mit ihnen erreicht.[32] Die Pflicht zur Offenlegung von Interessenkonflikten wird besonders von Anlegern in alternative Vermögenswerte geschätzt, da dies eines ihrer größten Anliegen ist.[33] Die Analyse weist darauf hin, dass die AIFMD zur Erhöhung der Transparenz hinsichtlich der angebotenen Produkte und Dienstleistungen beigetragen hat.[34] Es konnte jedoch nicht ermittelt werden, welche Elemente der Offenlegungspflichten möglicherweise überflüssig sind, da einige professionelle Anleger andere als die in der AIFMD vorgeschriebenen Informationen erfragen.

2.3 Auswirkungen auf die Überwachung und Bewertung von Systemrisiken

Zur Überwachung und Minderung von Makrorisiken, die sich aus der Tätigkeit von AIFM ergeben, ist es erforderlich, die betreffenden Unternehmen zu ermitteln, um sicherzustellen, dass diese die grundlegenden Anforderungen erfüllen, damit sie ihre gemeinsamen Anlagen professionell und verantwortungsbewusst zum Nutzen der Anleger verwalten. Es gibt keine Hinweise darauf, dass die in der AIFMD festgelegten Schwellenwerte für AuM, bei deren Überschreitung die Aktivitäten von AIFM ein erhebliches systemisches Risiko darstellen können, angepasst werden sollten.

Das Instrumentarium für Zwecke der Finanzstabilität, das den NCA im Rahmen der AIFMD zur Verfügung steht, einschließlich der Möglichkeit, einem AIFM Beschränkungen der Hebelfinanzierung aufzuerlegen[35] oder Rücknahmen im Interesse der Öffentlichkeit auszusetzen, wird von den Beteiligten als zweckmäßig erachtet. Der ESRB empfiehlt eine weitere Verstärkung und Harmonisierung dieser Maßnahmen.[36] Dazu gehört eine Empfehlung

[31] Siehe Fußnote 12, S. 183–184.
[32] Siehe Fußnote 12, S. 77.
[33] *Alts Transparency: Finding the Right Balance* (Transparenz bei alternativen Anlagen: Das richtige Gleichgewicht finden), abrufbar unter: https://www.northerntrust.com/documents/campaign-landing/cis/2017/alt-transparency.pdf.
[34] Siehe Fußnote 12, S. 210.
[35] Artikel 25 der AIFMD.
[36] Siehe Fußnote 19.

zur Klärung der jeweiligen Rolle der NCA und ihrer Zusammenarbeit in den Fällen, in denen die Aussetzung von Rücknahmen grenzüberschreitende Auswirkungen hat.[37] Bei der Entscheidung, ob ein Eingreifen in die Finanzmärkte erforderlich ist, sollten die NCA in der Lage sein, Trends in der AIF-Branche zu bewerten und Gefahren für die Finanzstabilität unter Berücksichtigung der Märkte, in denen AIF gehandelt werden, zu überwachen. Dies ist der Grund für die in der AIFMD festgelegten aufsichtsrechtlichen Berichtspflichten.[38]

Diese aufsichtsrechtlichen Berichtspflichten sind bestätigterweise für die sektor- und grenzüberschreitende Überwachung der Risiken für das Finanzsystem durch die Aufsichtsbehörden notwendig. Eine genauere Analyse weist jedoch auf die Notwendigkeit hin, eine Straffung dieser Pflichten in Betracht zu ziehen, wobei die verlorenen Kosten zu berücksichtigen sind, die regelkonformen AIFM bereits entstanden sind. Des Weiteren gibt es Überschneidungen mit anderen Unionsvorschriften, etwa in Bezug auf die Informationspflichten gegenüber der Europäischen Zentralbank (EZB) für statistische Zwecke, was möglicherweise für eine Anpassung des aktuellen Formblatts für die Informationsübermittlung, wie es in der AIFMR festgelegt ist, spricht.

Der zu beobachtende Trend der verstärkten Kreditvergabe durch Nichtbanken wirft Bedenken hinsichtlich der Finanzstabilität auf.[39] Derzeit mangelt es an bestimmten detaillierten Angaben über bestimmte Vermögensklassen, etwa hebelfinanzierte Kredite oder Wertpapiere, die durch ein Kreditportfolio besichert sind (CLO), sowie an Informationen über indirekte Verbindungen zwischen Banken und Nichtbanken, obschon diese für die Finanzaufsicht auf Makroebene relevant sind. Mehrere Beteiligte haben die Kommission aufgefordert, die Argumente für die Festlegung gemeinsamer Standards für AIF, aus denen Kredite ausgereicht werden, erneut zu prüfen.[40]

Was die Methoden zur Berechnung der Hebelfinanzierung betrifft, so wird die derzeit in der AIFMR vorgesehene Brutto- bzw. Commitment-Methode von vielen Beteiligten grundsätzlich als angemessen erachtet.[41] Nichtsdestoweniger könnten einige Anpassungen aufgrund der Ergebnisse der Arbeit des FSB und der IOSCO[42] in diesem Bereich, die auf die Datenmeldung fokussiert ist, sowie aufgrund der Empfehlungen des ESRB für verbesserte Maßnahmen zur Bewertung von Systemrisiken erforderlich sein.[43]

---

[37] Gemäß Artikel 46 der AIFMD.
[38] Anhang IV der AIFMR.
[39] Die Rolle von nicht dem Bankensektor angehörenden Finanzinstituten in den Märkten für hebelfinanzierte Kredite und CLO hat an Bedeutung gewonnen. Siehe Bericht des Finanzstabilitätsrats (FSB) *Vulnerabilities associated with leveraged loans and collateralised loan obligations* (Anfälligkeiten im Zusammenhang mit hebelfinanzierten Krediten und CLO, d.h. Wertpapieren, die durch ein Kreditportfolio besichert sind), (PLEN/2019/91-REV), 22. November 2019.
[40] Sitzung der Expertengruppe des Europäischen Wertpapierausschusses am 27. September 2019.
[41] Siehe Fußnote 12, S. 171–172. Siehe Kapitel II Abschnitt 2 der AIFMR.
[42] Bericht des FSB *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities* (Politische Empfehlungen zur Beseitigung struktureller Anfälligkeiten von Vermögensverwaltungsaktivitäten),
12. Januar 2017; Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes – Final Report (Empfehlungen für das Liquiditätsmanagement bei Organismen für gemeinsame Anlagen – Abschlussbericht), IOSCO, Februar 2018; Recommendations for Liquidity Risk Management for Collective Investment Schemes – Final Report (Empfehlungen für das Liquiditätsmanagement bei Organismen für gemeinsame Anlagen – Abschlussbericht), IOSCO, Februar 2018.
[43] Siehe Fußnote 19.

Zur Überwachung von Systemrisiken und zur Aufsicht über den AIF-Sektor bedarf es einer wirksamen Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden. Die AIFMD enthält Vorschriften in Bezug auf die Zuständigkeiten der NCA und ihrer Zusammenarbeit mit der ESMA, der eine wichtige Rolle zukommt. Auch wenn die AIFMD den notwendigen Rahmen für die Zusammenarbeit der NCA bietet, wurde die Wirksamkeit der Regeln noch nicht überprüft.

Die ESMA hingegen spielt bei der Herbeiführung einer größeren Konvergenz der AIFMD-Standards im Binnenmarkt insofern eine zentrale Rolle, als sie die Positionen der NCA koordiniert. Durch die Harmonisierung der Formulare und Prozesse und durch die zentrale Verwaltung der Datenbanken durch die ESMA könnte die Konvergenz bei der Umsetzung und Anwendung der AIFMD weiter gefördert werden. Wie in der ausführlichen Bewertung in der Arbeitsunterlage der Kommissionsdienststellen dargelegt, hat sich die Herausgabe von Leitlinien als ein weiteres nützliches Instrument erwiesen, um eine einheitliche Umsetzung und Anwendung der AIFMD in der gesamten Union zu erzielen. Dazu gehören zum Beispiel die Leitlinien der ESMA zu den in der AIFMD festgelegten Vorschriften über die Vergütung von AIMF[44].

Die Vergütungsregeln in der AIFMD wurden eingeführt, um ein wirksames und solides Risikomanagement zu fördern, indem Vergütungsanreize an eine nachhaltige Leistung gekoppelt werden.[45] Die gemeldete Verlagerung von der variablen zur festen Vergütung[46] scheint die Risikoscheu im Sektor der Verwaltung alternativer gemeinsamer Anlagen erhöht und das allgemeine Bewusstsein für angemessene Vergütungssysteme gesteigert zu haben.[47] Trotz dieses Trends wurde von einigen Beteiligten gefordert, die in der AIFMD festgelegten Vergütungsregeln mit vergleichbaren Regeln anderer sektoraler Rechtsvorschriften, etwa der kürzlich geänderten Eigenkapitalrichtlinie (CRD)[48], abzustimmen. Mit der CRD werden De-minimis-Einrichtungen und Vergütungsbeträge festgelegt, die vom Aufschub der Auszahlung der variablen Vergütung ausgenommen werden können.

2.4 Auswirkungen auf die Vorschriften für Anlagen in Privatunternehmen sowie Anlagen in oder zugunsten von Entwicklungsländern

Die Vorschriften der AIFMD über aufsichtsrechtliche Berichtspflichten, Verwahrung, Risikomanagement und Vergütung tragen nicht ausdrücklich allen Besonderheiten der Verwaltung privater Kapitalanlagen Rechnung. Die Transparenzanforderungen, die gelten, wenn ein privater Kapitalanlagefonds Mehrheitsbeteiligungen an einem Privatunternehmen erwirbt, und die Schutzmechanismen gegen das Zerschlagen eines Unternehmens stellen zwar keine zu große Belastung dar, aber aufgrund des Mangels an verfügbaren Daten konnte auch kein klarer Mehrwert festgestellt werden.

[44] Leitlinien der ESMA für solide Vergütungspolitiken unter Berücksichtigung der AIFMD (ESMA/2013/232), 3. Juli 2013.
[45] Es gibt einige Belege dafür, dass die Vergütungsregeln einen wirksamen Beitrag dazu leisten, die betreffenden Vermittler zu einem risikobewussten Verhalten anzuregen.
[46] Siehe Fußnote 12, S. 188–189.
[47] Siehe Fußnote 12, S. 192.
[48] Richtlinie (EU) 2019/878 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Mai 2019 zur Änderung der Richtlinie 2013/36/EU im Hinblick auf von der Anwendung ausgenommene Unternehmen, Finanzholdinggesellschaften, gemischte Finanzholdinggesellschaften, Vergütung, Aufsichtsmaßnahmen und -befugnisse und Kapitalerhaltungsmaßnahmen (ABl. L 150 vom 7.6.2019, S. 253).

Verwalter von privaten Kapitalanlagefonds, die aufgrund der Größe des von ihnen verwalteten Portfolios nicht die regulatorischen Parameter der AIFMD oder der Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds (EuVECA-Verordnung)[49] erfüllen, stoßen beim Vertrieb ihrer Fonds in anderen Mitgliedstaaten auf erhebliche Hindernisse.[50] Folglich wird von einigen Seiten angeführt, dass die AIFMD geändert werden könnte, um dem Private-Equity-Sektor besser Rechnung zu tragen, indem unnötige Gebühren abgeschafft und wirksamere Möglichkeiten zum Schutz nicht börsennotierter Unternehmen oder Emittenten ermittelt werden.

Es liegen keine ausreichenden Daten vor, um die Auswirkungen der AIFMD auf Anlagen in oder zugunsten von Entwicklungsländern zu bestimmen. Allerdings werden mit der AIFMD scheinbar keine regulatorischen Beschränkungen auferlegt, die solche Anlagen behindern würden.

Die AIFMD sieht vor, dass die Kommission nach der Vorlage dieses Berichts an die gesetzgebenden Organe der EU falls erforderlich Vorschläge unterbreitet, einschließlich solcher zu Änderungen der AIFMD. Die Kommission prüft derzeit noch, ob weitere Vorschläge in diesem Bereich nötig sind.

Es ist auch auf weitere gesetzgeberische Maßnahmen hinzuweisen, die die EU in jüngster Zeit im Bereich der Vermögensverwaltung ergriffen hat. Das Paket zum grenzüberschreitenden Vertrieb von Investmentfonds wurde unter anderem mit dem Ziel angenommen, die Transparenz in Bezug auf die von den NCA für die Bearbeitung von AIF-Meldungen erhobenen Gebühren und die nationalen Vertriebsvorschriften zu erhöhen.[51] Die Anforderungen hinsichtlich der Trennung von Vermögenswerten, die gelten, wenn die Verwahrung von Vermögenswerten an eine dritte Partei delegiert wird, wurden mit den jüngsten Änderungen der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013 gestrafft.[52] Die Änderungen der CRD sehen vor, dass AIFM, die derselben Unternehmensgruppe oder demselben Konglomerat angehören, die Vergütungsregeln der AIFMD anwenden, um so zu vermeiden, dass sie mehreren Vorschriften zur Regulierung verschiedener Finanzintermediäre unterliegen.[53] Mit der EU-Verordnung über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor wird die Kohärenz zwischen den verschiedenen EU-Regulierungsrahmen sichergestellt werden.[54] Mit der kürzlich geänderten EuVECA-Verordnung wurde die Verwendung der Bezeichnung „EuVECA“ auch Verwaltern von Organismen für gemeinsame Anlagen gestattet, die nach der AIFMD zugelassen wurden; zudem wurden die Anlageparameter ausgeweitet.[55]

[49] Verordnung (EU) Nr. 345/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. April 2013 über Europäische Risikokapitalfonds.
[50] Bilaterale Treffen mit Beteiligten.
[51] Siehe Fußnote 29.
[52] Delegierte Verordnung (EU) 2018/1618 der Kommission vom 12. Juli 2018 zur Änderung der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 231/2013 in Bezug auf die Verwahrpflichten von Verwahrstellen (ABl. L 271 vom 30.10.2018, S. 1).
[53] Siehe Fußnote 48.
[54] Verordnung (EU) 2019/2088 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2019 über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor (ABl. L 317 vom 9.12.2019, S. 1).
[55] Verordnung (EU) 2017/1991 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. Oktober 2017 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 345/2013 über Europäische Risikokapitalfonds und der Verordnung (EU) Nr. 346/2013 über Europäische Fonds für soziales Unternehmertum (ABl. L 293 vom 10.11.2017, S. 1).

Andere in diesem Bericht aufgeworfene Fragen könnten jedoch möglicherweise weitere Maßnahmen auf Unionsebene erfordern, um den EU-Markt für AIF zu vertiefen und auf technologische Entwicklungen zu reagieren und so die Zweckmäßigkeit des mit der AIFMD festgelegten Rechtsrahmens zu gewährleisten.