

AIFM als Teil der Kapitalmarktunion: Neuerungen durch AIFMD II

Thomas Stern

1. Einleitung
2. Kapitalmarktunion
3. Regulierung der Verwalter Alternativer Investmentfonds
 - 3.1. 10 Jahre „AIFMD“
 - 3.2. AIFMD II
 - 3.2.1. Vorschlag der COM
 - 3.2.2. Position des Europäischen Parlaments
 - 3.2.3. Stellungnahme der EZB
 - 3.2.4. Ratskompromiss
 - 3.2.5. Ergebnis des Trilogs und Beschluss im Europäischen Parlament
4. Zusammenfassung und Ausblick

1. Einleitung

Der einleitende Aufsatz zu diesem Sammelband dient dem Leser insb als Wegweiser für das vorliegende Werk. Zum Ersten zeigen die nachstehenden Ausführungen die finanzmarktpolitische Einbettung **Alternativer Investmentfonds** und deren **Verwalter (Manager)** in das europaweite Projekt der Kapitalmarktunion. Zum Zweiten werden hier die aktuellsten regulatorischen Themen und Änderungen durch die **AIFMD II**¹ genannt und innerhalb des Sammelbands referenziert. Details finden sich sodann in den einzelnen Beiträgen.

2. Kapitalmarktunion

Mit Vorlage des *first CMU action plans* im September 2015² initiierte die Europäische Kommission („COM“) das legislative Großprojekt der **Kapitalmarktunion** („Capital markets union [CMU]: A plan to unlock funding for Europe’s growth“³). Die COM betonte schon im Jahr 2015, dies angesichts der Erfahrungen aus der

-
- 1 Richtlinie (EU) 2024/927 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13.3.2024 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 (ABl L, 2024/927, 26.3.2024).
 - 2 Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion (COM[2015] 468 final).
 - 3 Website der COM zur CMU: https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union_en (11.2.2024).

Finanzkrise – jedoch noch vor der COVID-19-Pandemie und dem Kriegsbeginn in der Ukraine – dass eine Stärkung des europäischen Kapitalmarkts, gemeint die Etablierung eines *echten*, nicht bloß *formalen* Binnenmarkts für Kapital, unumgänglich für die Beibehaltung der wirtschaftlichen Macht Europas sei.

Die COM stellte zum damaligen Zeitpunkt fest, dass der **freie Kapitalverkehr**, ein Grundpfeiler der Gründung der Europäischen Union, zwar auf dem Papier verankert, faktisch jedoch nicht hinreichend manifestiert sei. Das Prinzip des freien Kapitalverkehrs legt schließlich fest, dass Beschränkungen des Kapital- und Zahlungsverkehrs zwischen den Staaten verboten sind. Der freie Kapitalverkehr schafft somit auch die Grundlage für einen europäischen Finanzmarkt. Gerade im transatlantischen Vergleich würde der Europäische Wirtschaftsraum („EWR“) stark hinter den US-Märkten hinterherhinken. Dazu komme, dass die Kapitalmärkte innerhalb des EWR fragmentiert und tw unausgebildet seien.⁴ Dies hätte auch zur Folge, dass die Refinanzierung der europäischen Wirtschaft zu stark vom Bankensektor abhängig ist.⁵ Eine Stärkung des Kapitalbinnenmarktes würde der Bedeutung des Bankensektors jedoch nicht zwingend widersprechen. Vielmehr könne eine effiziente Kapitalmarktunion auch die traditionellen Finanzintermediäre stärken.

Die COM betonte insb **vier Vorteile** einer funktionierenden CMU:

1. Freisetzung von gebundenen Investitionen bzw verstärkte Mobilisierung von Kapital;
2. Bessere Verknüpfung und Refinanzierungsbedingungen für EWR-weite Projekte;
3. Stabilisierung des Finanzmarktes durch Diversifizierung der Refinanzierungsquellen; und
4. Stärkung des Wettbewerbs sowie damit verbundene Kostensenkungen und finanzielle Inklusion.

Die CMU solle dabei nicht nur großen Unternehmen und öffentlicher Infrastruktur, sondern auch KMU und Kleinanlegern, etwa durch die Erleichterung grenzüberschreitender Investitionen, zugutekommen. Flankiert wird die Initiative der COM durch finanzmarktrechtliche Bestimmungen zum Schutz der Anleger und der Sicherstellung der Finanzstabilität. Bezogen auf den ersten Aktionsplan und das Zwischenfazit der COM einigten sich die europäischen Gesetzgeber auf 12 von 13 Legislativvorschlägen,⁶ darunter ua die Rechtsetzungsakte zur STS-Verordnung, die Pfandbrief-RL, der Investment Firm Review, die Prospekt-VO sowie sämtliche Gesetzesinitiativen iZm kollektiver Veranlagung, zB zur Weiter-

4 COM(2015) 468 final, 1.

5 Die Abhängigkeit vom Bankensektor dürfte seit Initiierung der CMU sogar noch gestiegen sein, vgl Overview of CMU Indicators (2022) Update Indicator 18; abzurufen unter: https://finance.ec.europa.eu/publications/list-indicators-monitor-progress-towards-cmu-objectives_en (11.2.2024).

6 COM(2020) 590 final, 8.

entwicklung der Rahmenbedingungen für UCITS und AIFM, aber auch die Einführung des *European Venture Capital Fund Regulation* (EuVECA), der *European Social Entrepreneurship Funds Regulation* (EuSEF), der *European Long Term Investment Fund regulation* (ELTIF) und des *Pan-European Personal Pension Product* (PEPP).

Die Initiative wurde sodann im **Jahr 2020** – auch im Angesicht der COVID-19-Pandemie – grundlegend **aktualisiert**.⁷ Trotz etlicher Fortschritte in der Harmonisierung finanzmarktrechtlicher Bestimmungen unterstrich die COM abermals die hohe Bedeutung einer baldigen „Vollendung der Kapitalmarktunion“, wies aber gleichzeitig darauf hin, dass dem weiterhin noch zahlreiche wesentliche strukturelle Hindernisse, darunter zw den MS divergierende Aufsichts-, Steuer- und Insolvenzvorschriften, entgegenstünden.

Im **neuen Aktionsplan** (2020) weist die COM folgende drei Ziele aus:

1. Unterstützung einer grünen, digitalen, inklusiven und resilienten wirtschaftlichen Erholung durch einen besseren Finanzierungszugang für europäische Unternehmen;
2. Gestaltung der EU als noch sichererer Platz für die langfristige Spar- und Anlagetätigkeit der Menschen; und
3. Integration der nationalen Kapitalmärkte in einen echten Binnenmarkt.⁸

Zur Umsetzung dieser Ziele hat die COM wiederum **16 Maßnahmenpakete** formuliert:

1. Einrichtung einer EU-weiten Plattform zu finanz- und nachhaltigkeitsbezogenen Unternehmensinformationen (*European single access point*)
2. Vereinfachung der Notierungsvorschriften für öffentliche Märkte (*listing*)
3. Verbesserung des Rechtsrahmens für europäische langfristige Investmentfonds (*ELTIFs*)
4. Erhöhung der Anreize für langfristige Investitionen institutioneller Anleger (va Versicherungen, Banken)
5. Prüfung einer Verpflichtung für Finanzintermediäre zur Namhaftmachung alternativer Refinanzierungsmöglichkeiten (im Falle von geplanter KMU-Refinanzierung)
6. Verbesserung des Rechtsrahmens für Verbriefungen, um damit Refinanzierung von KMU zu erleichtern
7. Machbarkeitsstudie zur Entwicklung eines europäischen Finanzbildungsrahmens (*European financial competence framework*)
8. Evaluierung und Verbesserung des Rahmenwerks zu wertpapierrechtlichen Zuwendungen und Informationspflichten

⁷ Eine Kapitalmarktunion für die Menschen und Unternehmen – neuer Aktionsplan (COM[2020] 590 final).

⁸ COM(2020) 590 final, 8 f.

9. Erarbeitung von Monitoringtools über die Altersversorgung (*Pension Dashboards*)
10. Standardisierung der Quellenbesteuerung im Binnenmarkt
11. Harmonisierung des Insolvenzrechts für Nichtbanken
12. Stärkung der Aktionärsrechte
13. Verbesserung der Bestimmungen für grenzüberschreitende Settlements (Verrechnungen durch Zentralverwahrer)
14. Einrichtung eines Nachhandels-Datenticker für Eigenkapital und ähnliche Instrumente (*post-trade consolidated tape*)
15. Schutz und die Erleichterung von Investitionen innerhalb der EU (*investment protection and facilitation framework*)
16. Erhöhte Konvergenz der aufsichtrechtlichen Bestimmungen (sowie lessons learned aus *Wirecard*).

Alle **bereits erfolgten Rechtsetzungsakte** iZm CMU sind auf der Website der COM abzurufen.⁹ Um ein Monitoring der Erreichung der Ziele bzw Fortschritte in der CMU zu erleichtern, veröffentlicht die COM seit dem Jahr 2021 zahlreiche **Indikatoren**, an denen die Schritte zur Vollendung der Kapitalmarktunion abzulesen sein sollen.¹⁰ Die Indikatoren zeigen allerdings weiterhin primär eine starke Fragmentierung zw den MS.

Ende **November 2021** veröffentlichte die COM ein weiteres Maßnahmenpaket zur CMU, das neben der Initiative zum *European Single Access Point* (ESAP) auch **legislative Weiterentwicklungen** im Bereich der ELTIF-V, der MiFIR und der AIFMD, der RL 2011/61/EU vom 8. Juni 2011 über die **Verwalter alternativer Investmentfonds** (Abl L 174 vom 1.7.2011, S 1–73), vorsah (im Folgenden „AIFMD II“).¹¹ Die AIFMD sei laut COM zu einem wichtigen Pfeiler der CMU geworden, insb „da Investmentfonds Zugang zu marktbasierter Finanzierungsquellen bieten und es den Anlegern ermöglichen, ihre Ersparnisse über den gewählten Planungshorizont entsprechend ihren Präferenzen besser zu verteilen“.¹²

Die AIFMD II wurde schließlich am 7.2.2024 im Europäischen Parlament beschlossen¹³ und am 26.3.2024 im **Amtsblatt der EU veröffentlicht**.

9 Siehe Website der COM (Legislative measures taken so far to build a CMU), abzurufen unter: https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/capital-markets-union/legislative-measures-taken-so-far-build-cmu_en (11.2.2024).

10 Siehe Website der COM (List of indicators to monitor progress towards the CMU objectives), abzurufen unter: https://finance.ec.europa.eu/publications/list-indicators-monitor-progress-towards-cmu-objectives_en (11.2.2024).

11 Vorschlag für eine 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 (COM/2021/721 final).

12 COM/2021/721 final, 1.

13 Siehe die Legislativresolution zu A9-0020/2023 unter https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2024-0064_EN.html (abgerufen am 11.2.2024).

3. Regulierung der Verwalter Alternativer Investmentfonds

3.1. 10 Jahre „AIFMD“

Während sich die koordinierte Regulierung von traditionellen Kollektivanlagen (OGAW) schon in den 80er Jahren durchsetzen konnte,¹⁴ erfolgten die ersten spezifischen Schritte zur europaweiten Harmonisierung der Regulierung von „Hedgefonds“, erst nach der **Finanzkrise 2007 bis 2009**. Die Regulierung von *Hedgefonds* stand spätestens seit den Vorfällen um *Long-Term Capital Management (LTCM)* im Jahr 1998 wieder zur verstärkten öffentlichen Debatte. Dies konnten die europäischen Gesetzgeber nach der Finanzkrise für weitgehende Harmonisierungsbestrebungen nutzen, auch wenn der, damals für die europäische Standardsetzung als zentrales Grundlagendokument fungierende, *De Larosière-Bericht* die Rolle von Fonds in der Finanzkrise tendenziell eher als Nebenschauplatz verortete: „Concerning hedge funds, the Group considers they did not play a major role in the emergence of the crisis. Their role has largely been limited to a transmission function, notably through massive selling of shares and short-selling transactions.“¹⁵ Dennoch betonte die *High Level Group* die signifikante *systemische* Komponente, die Fonds in einer Finanzkrise spielen können, etwa aufgrund brandbeschleunigender Effekte der Risiken übermäßiger Verschuldung und Fristeninkongruenzen.¹⁶ Zudem warnten die Berichterstatter vor einem Wachsen des Schattenbanksektors (*parallel banking system*¹⁷), etwa bei ungleichen Regulierungsverhältnissen in der Kreditvergabe (oder anderer Arten der Liquiditätsbereitstellung) durch Nichtbanken (zB Geldmarktfonds).

Nachdem im Jahr 2009 die OGAW-RL neu verfasst wurde,¹⁸ wurde am 1.7.2011 die **Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds**¹⁹ („AIFMD“) im Amtsblatt der EU veröffentlicht. Entgegen der Firmierung der RL ist die AIFMD aber nicht auf Hedgefonds oder Private Equity Fonds limitiert, sondern dient als

-
- 14 Richtlinie des Rates vom 20. Dezember 1985 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), 85/611/EWG.
 - 15 *Larosière Group*, Report of the High Level Group on Financial Supervision in the EU (de Larosière Report) (25.2.2009), Rn 86.
 - 16 *Larosière Group*, Report of the High Level Group on Financial Supervision in the EU (de Larosière Report) (25.2.2009), Rn 87; *Lehecka/Ubl*, Analyzing the systemic risks of alternative investment funds based on AIFMD reporting: a primer, Financial Stability Report 30 (OeNB) 2015, 62.
 - 17 *Larosière Group*, Report of the High Level Group on Financial Supervision in the EU (de Larosière Report) (25.2.2009), Rn 85 ff.
 - 18 Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABl L 302, 17.11.2009, S 32–96.
 - 19 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, 1.7.2011, S 1–73.

Auffangbecken für die Regulierung von **Managern** (Verwaltern) jener Fonds, die nicht der OGAW-RL (UCITS) unterliegen.²⁰

Das **Ziel** der AIFMD ist einerseits die Etablierung eines europäischen Binnenmarkts für Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM), andererseits die Angleichung und Erhöhung des Anlegerschutzes durch einen harmonisierten Regulierungsrahmen. Daneben dient die AIFMD der Finanzstabilität und der Marktintegrität.²¹ Die **AIFMD umfasst** eigene Zulassungsvorschriften für AIFM und Bestimmungen hinsichtlich der Ausübung ihrer Tätigkeit, Informations- und Berichtserstattungspflichten gegenüber Anlegern und Aufsichtsbehörden. Die AIFMD enthält zudem allgemeine Vorschriften zum Liquiditätsmanagement,²² zum Einsatz von Leverage (Hebelfinanzierung)²³ und zur Bewertung für das Risikomanagement auf Fondsebene. Dazu kommen Erleichterungen für den grenzüberschreitenden Vertrieb. Zu betonen ist, dass die AIFMD ausschließlich für den Vertrieb von AIF an professionelle Anleger konzipiert wurde.²⁴ Die Ausweitung für den Vertrieb an Kleinanleger müsste durch die jeweilige Ziehung nationaler Wahlrechte erfolgen (vgl Art 43 Abs 1 AIFMD), was einer einheitlichen Handhabung im Binnenmarkt wiederum zuwiderläuft.

Die AIFMD war von den MS bis 22.7.2013 umzusetzen (Art 66 AIFMD). In den deutschsprachigen EWR-Jurisdiktionen wurde die AIFMD durch das öAIFMG,²⁵ das dKAGB,²⁶ das luxAIFMG²⁷ und das liAIFMG²⁸ umgesetzt.²⁹ Seit ihrer Geltung wurde die AIFMD sechsmal geringfügig novelliert, zuletzt iZm dem *Investment Firm Review*.³⁰

-
- 20 Siehe schon *Kreisl*, ZFR 2011, 192. Zum regulatorischen Dualismus zwischen dem AIFM- und dem OGAW-Rahmenwerk s den Beitrag zum Dualismus der EU-Investmentfondsregulierung von *Kammel* in diesem Sammelband.
 - 21 COM/2021/721 final, 2.
 - 22 Siehe den Beitrag AIF und Liquiditäts-(risiko-)management aus finanzökonomischer Perspektive von *Hanke* in diesem Sammelband.
 - 23 Zu Hebelfinanzierungen bzw „Leverage“ vgl den Beitrag AIF mit Hebelfinanzierung von *Buchberger* in diesem Sammelband.
 - 24 Einen guten Überblick über den Regelungsgehalt der AIFMD bieten schon *Buchberger*, AIFM – Neue Regeln für Hedgefonds-Manager, ZFR 2011, 16; *Ruhm*, Hedge Fonds – Neueste Entwicklungen zur Richtlinie der Europäischen Union zu Managern alternativer Investmentfonds, ZFR 2010, 194.
 - 25 Bundesgesetz, mit dem das Alternative Investmentfonds Manager-Gesetz – AIFMG erlassen wird, BGBl I 2013/135.
 - 26 Vgl Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-Umsetzungsgesetz – AIFM-UmsG); die Umsetzung erfolgte im Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB).
 - 27 Loi du 12 juillet 2013 relative aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et – portant transposition de la directive 2011/61/UE, Mémorial Luxembourgeois A; no 119; 01856-01927.
 - 28 Gesetz vom 19. Dezember 2012 über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMG), LGBl 2013,049.
 - 29 Zu den Umsetzungen im deutschen Sprachraum vgl *Kammel* in diesem Sammelband.
 - 30 Richtlinie (EU) 2019/2034 vom 27. November 2019 über die Beaufsichtigung von Wertpapierfirmen, ABI L 314, 5.12.2019, S 64–114; siehe dazu *Stern*, Investment Firm Review: Metamorphosen und neue Ordnungsnormen im Reich der Wertpapierfirmen, ZFR 2020, 114.

3.2. AIFMD II

3.2.1. Vorschlag der COM

Im Rahmen ihres Mandats zur Evaluierung der AIFMD startete die COM am 22.10.2020 die, 102 Fragen zur AIFMD beinhaltende, öffentliche Konsultation. Bis zum 29.1.2021 gingen bei der COM 132 Antworten ein.³¹

Am **25.11.2021** veröffentlichte die COM sodann ihren Vorschlag für die erste grundlegende Abänderung der AIFMD aus dem Jahr 2011 (COM/2021/721 final; „AIFMD II“). Aufgrund einer zentralen Zielsetzung, nämlich der verstärkten Angleichung der Anforderungen für OGAW und AIFM, inkludiert der Vorschlag auch Anpassungen der UCITSD. Im Vorschlag legte die COM die Identifikation folgender **Schwachstellen** in der bestehenden AIFMD offen:

- Fehlende Harmonisierung der Kreditvergabe durch Fonds³² bzw fehlende *Großkreditgrenzen*
- Mangelhafte und ineffiziente aufsichtliche Datenerhebung zu Fonds
- Fehlende Harmonisierung der Liquiditätsmanagement-Instrumente (LMT)
- Regulatorische Förderung der Marktkonzentration von Verwahrstellen
- Unausgereifte Regelungen zum Informationsfluss zwischen Verwahrstellen (und Zentralverwahrern)³³
- Unzureichende Harmonisierung der Delegations- bzw Auslagerungsbestimmungen

Die AIFMD II sollte diese Schwachstellen bestmöglich beseitigen und gleichzeitig für eine erhöhte Kohärenz mit der UCITSD sorgen. Die COM schlug insb folgende Änderungen im Rahmen der AIFMD II vor (jeweils Verweis auf COM/2021/721):

- Ausweitung der Zulassungsvorschriften und Dokumentationsanforderungen für AIFM (Art 7 Abs 2) inkl Klarstellung der grundsätzlichen Zulässigkeit der Kreditvergabe durch AIF und Verwaltung von Verbriefungszweckgesellschaften (SPV) durch AIFM (Anhang I Nr 3 und 4);
- Standardisierte und hochfrequente Berichterstattungspflichten der zuständigen Behörden an die ESMA betreffend Zulassungen und Bewilligungsentzüge (Art 7 Abs 5, 8 und 9);
- Eingrenzung der Zulässigkeit von Kreditvergaben auf geschlossene Fonds, sofern die Kredite den Schwellenwert von 60% NAV übersteigen (Art 16 Abs 2a);

31 Siehe die Website der COM unter https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12648-Financial-services-review-of-EU-rules-on-alternative-investment-fund-managers/F_en (11.2.2024); vgl COM/2021/721 final, 8.

32 Siehe zu diesem Themenbereich *Majcen*, Kreditvergabe durch AIF Kreditfonds: EU-Legislativvorschlag will Binnenmarkt für Kreditfonds schaffen, sowie *Exel/Nimmerrichter*, Der European Long Term Investment Fund (ELTIF), in diesem Sammelband.

33 Zur Funktion und Rolle von Verwahrstellen vgl *Damjanovic*, Verwahrstellenfunktion: Analyse nach dem liechtensteinischen AIFMG, in diesem Sammelband.

- Einführung verpflichtender Kreditvergabe- und Überwachungsprozesse im IKS (Art 15 Abs 3 lit d), Großkreditgrenzen und Vergabeverbote (Art 15 Abs 4a–4d) sowie eine Zurückbehaltungsverpflichtung eines Teils des Kredits zur Reduzierung von Originate-to-distribute-Anreizen (Art 15 Abs 4e);
- Verpflichtende Implementierung zumindest eines Liquiditätsmanagement-Instruments (vgl Anhang V Nr 2 bis 4 AIFMD iVm Anhang V, zB *side pockets*) sowie Etablierung einer generellen Regelung zur Aussetzung der Rücknahmepflicht von Anteilen (Art 16 Abs 2b und 2c), inkl entsprechender Anzeigepflichten an die zuständigen Behörden sowie Standardisierungsmandate für die ESMA (Art 16 Abs 2d bis 2h);
- Klarstellungen bei der Delegation von Aufgaben („Übertragung“), zB bezogen auf die in Anhang I genannten Funktionen und die in Art 6 Abs 4 genannten Dienstleistungen (Art 20 Abs 1, 3 und 4);
- Ergänzung der Informationspflichten gegenüber den Anlegern um Beschreibungen des Liquiditätsrisikomanagements inkl der möglichen Einschränkungen der Rücknahme von Anteilen um eine Liste von Gebühren und Entgelten sowie um Angaben des Kreditvergabeportfolios (Art 23 Abs 1 und 4);
- Ausweitung der Behördenbefugnisse zur Aktivierung oder Deaktivierung von institutsspezifischen Liquiditätsmanagementmaßnahmen (Art 46 Abs 2 lit j);
- Erweiterung der Bestimmungen zur grenzüberschreitenden Behördenkooperation, inkl Spezifizierung der Rolle der ESMA im Konfliktfall (Art 50 Abs 5 bis 5g);
- Einführung einer Evaluierungsklausel, nachdem die COM binnen fünf Jahren nach Inkrafttreten der RL die Wirksamkeit bestimmter Mindestanforderungen (insb Zulassungsvoraussetzungen, Liquiditätsmanagement, Kreditvergabe, Delegationsvereinbarungen, Benennung ausländischer Verwahrstellen) bewerten soll (Art 69b Abs 1); sowie
- Erstellung eines Berichts durch die COM binnen 24 Monaten nach Inkrafttreten der RL über die Entwicklung einer integrierten aufsichtlichen Datenerhebung (Art 69b Abs 2).

3.2.2. Position des Europäischen Parlaments

Am 16.5.2022 positionierte sich das EP erstmalig zum Vorschlag der COM (2021/0376[COD]).³⁴ Der Rapporteur sah ua in folgenden Themenbereichen Änderungsbedarf in der Gesetzesinitiative („Amendments“ beziehen sich auf 2021/0376[COD]):

- Streichung der standardisierten, hochfrequenten Berichterstattungspflichten der zuständigen Behörden an die ESMA betreffend Delegationen (Amendment 34 bis 36);

34 Draft 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 (2021/0376[COD]). Am 4.7. wurden zwei Änderungsdokumente (PE732.892, PE734.353) vorgelegt.

- Ausnahmen von den qualitativen Liquiditätsrisikomanagementvorschriften für Gesellschafterdarlehen, die den Schwellenwert von 150 % NAV nicht überschreiten (Amendment 38);
 - Verwässerung der Großkreditgrenzen durch Aufweichung des Kapitalbegriffs (Amendment 39);
 - Ausweitung der Kreditvergabeverbots für AIF an gruppeninterne Entitäten (Amendment 40);
 - Streichung der Zurückbehaltungspflicht von Kreditrisikopositionen (Amendment 42) bei gleichzeitigem Verbot von AIF, die exklusiv das Originate-to-distribute-Modell verfolgen (wollen; Amendment 43);
 - Streichung des 60-%-NAV-Schwellenwerts bei Determinierung der Zulässigkeit des Betriebens eines offenen, kreditvergebenden AIF und Ersatz der Anforderung durch eine rein qualitative Klausel („Liquiditäts-Robustheit“; Amendment 44);
 - Streichung des ESMA-Mandats zur näheren Determinierung der Liquiditätsmanagement-Instrumente (Amendment 49) bei gleichzeitiger Verpflichtung der ESMA zur Erarbeitung technischer Standards zur Festlegung, wann eine angemessene Liquiditäts-Robustheit eines AIF vorliegt (Amendment 50);
 - Der Vertrieb von Fondsanteilen durch Dritte soll nicht als Delegation („Übertragung“ bzw Auslagerung) anzusehen sein (Amendment 53);
 - Streichung der Informationspflichten gegenüber den Anlegern betreffend die Auflistung von Gebühren und Entgelten (Amendment 57) und Reduktion der Berichtspflichten zum Kreditportfolio (Amendment 59);
 - Erweiterung der Meldepflichten für AIF zur Leverage (Hebelfinanzierung) sowie zu qualitativen Informationen zu Delegationen und Subverwahrung (Amendment 62); und
 - Streichung zusätzlicher Befugnisse für ESMA hinsichtlich der Aktivierung oder Deaktivierung von Liquiditätsinstrumenten bei Nicht-EU-AIFM (Amendment 69).

3.2.3. Stellungnahme der EZB

Die **EZB** begrüßte den Vorschlag der COM und deren allg Zielsetzungen ausdrücklich. Auf technischer Ebene kritisierte die EZB allerdings mehrere Punkte:³⁵

- Die Gesetzesinitiative sehe keine makroprudentiellen Elemente vor;
- der Informationsaustausch zw Zentralbanken werde im Bereich Fondsdaten weiterhin nicht gewährleistet; insgesamt fehle es der EZB an ausreichenden

35 Stellungnahme der EZB vom 9. August 2022 zu einem Vorschlag für eine Richtlinie zur Änderung bestimmter Richtlinien im Hinblick auf Übertragungsvereinbarungen, Liquiditätsrisikomanagement, aufsichtliche Berichterstattung, die Erbringung von Verwahr- und Hinterlegungsdienstleistungen und die Kreditvergabe durch alternative Investmentfonds (CON/2022/26), 2 ff.

Daten zu Investmentfonds um ihr Mandat effizient und umfassend erfüllen zu können;

- die Mindestanforderungen zu den Liquiditätsmanagement-Instrumenten gingen, insb durch die Limitierung der Anforderungen auf ein einziges obligatorisches Instrument, nicht weit genug;
- die geplante Evaluierungsklausel der AIFMD II sei zu eingeschränkt; es fehle insb an der Verpflichtung zur Evaluierung von systemischen Liquiditäts- und Leverageisiken.³⁶

3.2.4. Ratskompromiss

Schon am **21.6.2022** veröffentlichte der Rat der EU seinen Kompromisstext im Hinblick auf die allgemeine Ausrichtung zum Vorschlag der COM. Der Ratskompromiss weist keine entscheidenden materiellen Anpassungen des COM-Vorschlags auf. Unterschiede zw dem Vorschlag der COM und dem Ratskompromiss bestehen ua in folgenden Bereichen (aus Perspektive des Rates):

- Ausweitung der Definition der Nebendienstleistungen nach Art 6 Abs 4 lit b (vgl Art 6 Abs 4 lit b sublit iv idF Ratskompromiss);
- Aussprache gegen standardisierte, hochfrequente Berichterstattungspflichten der zuständigen Behörden an die ESMA analog EP (vgl Art 7 Abs 5 COM/2021/721);
- Einsatz für eine Liberalisierung der Kreditvergabe durch Fonds. So sollen auch offene Fonds zur Kreditvergabe berechtigt sein, wenn die qualitativen Anforderungen an das Liquiditätsrisikomanagement (analog zur Position des EP) erfüllt sind (Art 16 Abs 2aa und 2ee). Gleichzeitig spricht sich der Rat für eine Leverage-Limitierung kreditvergebender AIF iHv 150 % des NAV („Hebelfinanzierung“) aus (vgl Art 15 Abs 4aa idF Ratskompromiss);
- Einsatz für ein nationales Wahlrecht, wonach Gesellschafterdarlehen unter bestimmten Voraussetzungen von den ordentlichen Kreditvergabestandards ausgenommen werden dürfen (vgl Art 15 Abs 3 lit d idF Ratskompromiss). Dasselbe Wahlrecht soll sinngem für die Leverage-Limitierung gelten. Dazu kommen weitreichende Übergangsvorschriften (Art 61 Abs 6 idF Ratskompromiss);
- Vorschlag eines nationalen Wahlrechts, wonach MS die Kreditvergabe durch AIF an Verbraucher in ihrer Jurisdiktion untersagen dürfen (vgl Art 15 Abs 4da idF Ratskompromiss);
- Nach Vorschlag des Rats ist das Geschäftsmodell „originate-to-distribute“ für AIF unzulässig (vgl Art 15 Abs 4e idF Ratskompromiss). Der Rat spricht sich jedoch gleichzeitig für Verwässerungen des Zurückbehaltungsgebots, zB durch Eingrenzung der Zurückbehaltung auf (maximal) zwei Jahre und weitere Ausnahmen (zB bei drohendem Verstoß gegen Anlage- oder Diversifizierungsvorschriften), aus (vgl Art 15 Abs 4f idF Ratskompromiss);

36 Siehe zu diesem Themenbereich *Lehecka*, Systemrisiken von Fonds und ihre regulatorische Behandlung, in diesem Sammelband.