

■ Bundesverband Alternative Investments e.V.



Regulatorische Neuerungen für Alternative Investments

**Rechtsanwalt Frank Dornseifer
Geschäftsführer Recht und Policy, BAI**

Düsseldorf, 14. April 2011

Agenda

- Warum Alternative Investments?
- Regulierung der Anbieterseite
 - AIFM-Richtlinie
 - UCITS-Richtlinie (OGAW-Richtlinie)
- Regulierung der Investoren
 - Solvency II
 - Anlageverordnung und BaFin-Rundschreiben
- Fazit

Warum Alternative Investments? (1)

Positive Einflüsse von AIF auf die Finanzmärkte und für Investoren

➤ **Marktvollständigkeit:**

- erweiterte Diversifizierungsmöglichkeiten
- Verbesserung der Risikoallokation (durch Risikoübernahme von Banken und Versicherungen, insbes. durch HF)
- Z.T. geringere Korrelation von AIF mit der allgemeinen Marktentwicklung

➤ **Steigerung der Finanzmarkteffizienz**

- Optimierung der Risiko- und Renditeeigenschaften eines Portfolios
- Stabilisierungseffekte in fallenden Märkten (negative feedback trading; strategieabhängig)

Warum Alternative Investments? (2)

Positive Einflüsse von AIF auf die Finanzmärkte (Forts.)

➤ **Steigerung der Finanzmarkteffizienz**

- Korrektur von Preisunterschieden und Ineffizienzen (insbes. Informations- und Transaktionskosteneffizienz); strategieabhängig (HF)
- Dämpfung/Reduktion von Preisausschlägen (Volatilität); strategieabhängig (HF)
- Leerverkäufe als Gegengewicht zur Erwartungshaltung der auf steigende Aktienkurse ausgerichteten Investoren (HF)

➤ **Schließung von Liquiditätslücken/Bereitstellung von Kapital/Entlastung der öffentlichen Hand**

- Auf Unternehmensebene (insbes. Private-Equity)
- Im Bereich Infrastruktur und PPP

Warum Alternative Investments? (3)

Mögliche negative Einflüsse von AIF auf die Finanzmärkte (grds. aber nicht AIF- bzw. HF-spezifisch)

- Marktrisiko bei falscher Markteinschätzung (Amaranth) -> mögliches Folgerisiko: Marktliquidität
- (überproportionales) Verlustrisiko durch Leverage -> mögliches Folgerisiko: unerwünschtes Auflösen von Positionen
- Risiken für den Bankensektor (als Kreditgeber und/oder Investor) -> „systemische“ Risiken durch Vernetzung der Finanzsysteme und Verflechtung von Finanzunternehmen (vgl. LTCM: Liquidität, Kreditrisiko)
- Gleichförmiger Positionsaufbau/Herdenverhalten: marktabhängig (u.U. Einfluss auf Preisbildung)
- Destabilisierungseffekte in fallenden Märkten (positive feedback trading)
- Marktverwerfungen mit Preissprüngen und höherer Volatilität
- „Asset Stripping“

Warum Alternative Investments? (4)

aber:

- Keine Verursachung volkswirtschaftlicher Krisen (EWS-, Asien-, Russlandkrise und gegenwärtige Finanzkrise: nicht von AIF -insbes. nicht von HF - verursacht)
- Verstöße gegen Integrität der Finanzmärkte durch Insiderhandel, Marktmanipulationen etc. grundsätzlich kein AIF- oder HF-spezifisches Thema
- „The recent financial crisis is not actually a hedge fund crisis.“ (IOSCO)
- „Hedge funds are not actually ‚unregulated‘ in the strict sense of the word in many jurisdictions.“ (IOSCO)
- „AIFM were not the cause of the crisis, recent events have placed severe stress on the sector. The risks associated with their activities may in some cases have contributed to market turbulence.“ (EU-Kommission)
- „Private equity funds, due to their investment strategies and a different use of leverage than hedge funds, did not contribute to increase macro-prudential risks.“ (EU-Kommission)

Warum Alternative Investments? (5)

Bedeutung von AI in der Assetallokation institutioneller Investoren:

- Durchschnittlich bis zu 75 % des Portfolios sind:
 - Staatsanleihen
 - Pfandbriefe
 - Darlehen
 - Sonstige Rentenpapiere
- Hedgefondsanlagen liegen bei unter 0,5 %
- Aktienquote liegt bei ca. 3 % (direkt oder indirekt über Fonds)
- Risikokapitalquote insgesamt häufig < 10 %

Regulierung der Anbieterseite

- „improve transparency in all financial markets – and notably for systemically important hedge funds – by imposing ... direct information requirements on hedge fund managers“ (de Larosière report)
- „extend regulation and oversight to all systemically important financial institutions, instruments and markets. This will include, for the first time, systemically important hedge funds“ (G-20 group London summit declaration)
- „The global hedge fund industry should review and enhance existing sound practice benchmarks for hedge fund managers in the light of expectations for improved practices set out by the official and private sectors.“ (FSF)
- „Um eine angemessene Aufsicht und Regulierung aller systemisch wichtigen Finanzinstitute, -märkte und -instrumente sicherzustellen, sollten alle alternativen Investmentfonds, zum Beispiel Hedge Fonds, und deren Manager einem international abgestimmten Regelwerk unterworfen werden.“ (Koalitionsvertrag CDU/CSU, FDP)

AIFMD: Konzeption und Inhalte - Definition AIF

- AIF: Organismen für die gemeinsame Anlagen, der von einer Gruppe von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäß einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen der betreffenden Anleger zu investieren
 - Kein OGAW
 - Offen oder geschlossen
 - Anlagen in Finanzinstrumente und andere Vermögensgegenstände (u.a. Darlehen, Unternehmensbeteiligungen, Kunstgegenstände, Tiere, Konsumgüter, Rohstoffe, Edelmetalle, Grundstücke, Flugzeuge, Schiffe, Patente, Lizenzen)
 - Rechtsform des Anlagevehikels unerheblich (Vertragsform, Satzungsform, Trust)
 - „Gruppe von Anlegern“ unklar

AIFMD: Konzeption und Inhalte – Definition AIFM (1)

- AIFM: juristische Person, deren reguläre Geschäftstätigkeit darin besteht, einen oder mehrere alternative Investmentfonds (AIF) zu verwalten.
- Ausgenommen sind
 - Konzernunternehmen, die als AIF fungieren, sowie
 - Holdinggesellschaften,
 - Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (EbAV), Arbeitnehmerbeteiligungssysteme
 - Verbriefungs-Zweckgesellschaften, (Single-) Family Offices und Joint Ventures,
 - AIFM mit AuM unter 100 Mio. Euro bzw. 500 Mio. Euro, sofern nur nicht gehebelte AIF mit mind. 5 jähriger Haltefrist verwaltet werden
- Verwaltung: mind. Portfolioverwaltung und Risikomanagement; rein beratende, administrative oder vertriebsbezogene Tätigkeit reicht nicht aus.

AIFMD: Konzeption und Inhalte – Definition AIFM (2)

➤ Offene Punkte:

- „Investmentvertrag“ als konstituierendes Merkmal?
- Relevanz einer Börsennotierung?
- Behandlung von REITs / Immobiliengesellschaften?
- Welche Bedeutung hat Weisungsrecht/Stimmrecht der Anleger?
- Definition „juristische Person“

AIFMD: Konzeption und Inhalte - Überblick AIFM-RL

Zulassungsverfahren:

- Erfüllung von Wohlverhaltensregeln
 - Eigenkapitalanforderungen
- Organisatorische Anforderungen (insbes. Risiko- und Liquiditäts-Management, Regelungen zur Vergütung)
- Informationen zu verwalteten AIF
- Strenge Zusatzanforderungen für Drittstaaten-AIFM

Laufende Aufsicht:

- Vorlage geprüfter Jahresberichte für jeden AIF
- Für jeden AIF Informationen zu Instrumenten/ Märkten mit/auf denen gehandelt wird; illiquide Assets, Risikoprofil, Leerverkäufe etc.
- Zusätzliche Anforderungen bei Hebelfinanzierung und beherrschendem Einfluss auf Portfoliounternehmen

Verwaltung von AIF:
alle Fondstypen außerhalb der OGAW-RL; z.B. Hedgefonds, Private Equity, geschlossene Fonds, Immobilienfonds, Spezialfonds

AIFM
Erlaubnis zur Verwaltung und Vertrieb von AIF

Vertrieb von AIF:

- Nur an professionelle Investoren (MiFID-Definition)
- Retail-Vertrieb bestimmen Mitgliedstaaten
- Europäischer Pass/Notifizierung
- Vertrieb von Drittstaaten-AIF unterliegt strengen zusätzlichen Anforderungen

Für jeden AIF unabhängige Verwahrstelle und unabhängige Bewertungsstelle (vgl. OGAW-RL)

Investoreninformation:

- Vor Anlage u.a. über Strategie, Gebühren, Liquiditätsrisiken, side letters
- Regelmäßige Information durch Jahresberichte
- Insbes. über Risikoprofil, illiquide assets, etc.

AIFMD: Konzeption und Inhalte - Aufsicht über AIFM (1)

- Zulassung und laufende Aufsicht durch Sitzstaat-Aufsichtsbehörde
 - Anlehnung an OGAW-Richtlinie
 - Mittelbare Produktregulierung
- Zulassungsvoraussetzungen:
 - Erfüllung von Wohlverhaltensregeln, z. B. Vermeidung von Interessenkonflikten
 - Angemessenes Risiko- und Liquiditätsmanagement
 - Vorgaben für Investitionen in Verbriefungen (5 % Risikselbstbehalt des Originators bzw. Sponsors)
- Eigenkapitalanforderungen:
 - Anfangskapital: 125.000 EUR bzw. 300.000 EUR (internes Management)
 - Laufendes Kapital: Anfangskapital zzgl. 0,02% des Betrags, um den der Wert des Portfolios 250 Mio. EUR übersteigt
- Benennung einer unabhängigen Bewertungsstelle
 - Mindestens jährliche Bewertung der Vermögenswerte und Anteile
 - zusätzlich Bewertung bei Ausgabe und Rücknahme von Anteilen

AIFMD: Konzeption und Inhalte - Aufsicht über AIFM (2)

- **Benennung einer unabhängigen Depotbank**
 - Entgegennahme und Verbuchung der Anlegergelder bei Anteilausgabe
 - Verwahrung der Finanzinstrumente des AIF
 - Überprüfung Eigentumserwerb des AIF bei sonstigen Vermögenswerten

- **Transparenzanforderungen**
 - Jahresberichte (für jeden AIF, Prüfung durch zugelassenen Abschlussprüfer)
 - Anlegerinformation (vor Anlageentscheidung u.a. über Anlagestrategie, Gebühren, Liquiditätsrisiken, side letters; regelmäßige Information zu verwalteten AIF u.a. über Risikoprofil, illiquide Assets)
 - Information der Aufsichtsbehörde (allg.: Instrumente und Märkte mit / auf denen für AIF gehandelt wird; für jeden AIF über illiquide Assets, Risikoprofil, Leerverkäufe; Vorlage der Jahresberichte und quartalsweise Aufstellung aller AIF)

- **Besondere Anforderungen für AIF, die „systematisch in großem Maßstab auf Hebeleffekte setzen“ (z.B. Hedgefonds) und für AIF mit beherrschendem Einfluss auf Unternehmen (z.B. Private Equity)**

AIFMD: Konzeption und Inhalte - Vertrieb von AIF / EU-Pass

- Vertrieb von AIF-Anteile nur an Professionelle Investoren i.S.d. MiFID-RL
 - Keine „sophisticated“ oder „well-informed“ investors.
 - Einstufung als Professioneller Investor auf Verlangen möglich
- Grundsatz: kein Vertrieb an Retailkunden
 - Mitgliedstaaten können Vertrieb auch an Retailkunden zulassen; zusätzliche Auflagen möglich
 - Keine Vorgaben zu Art und Weise => im Retail-Bereich also kein Binnenmarkt
- Verwaltung und Vertrieb von AIF nach Notifizierung EU-weit zulässig

AIFMD: Konzeption und Inhalte - Drittstaaten AIFM / AIF

- **Zulassung von off-shore-AIFM nur unter bestimmten strikten Voraussetzungen zulässig**
 - Zulassungsverfahren im sog. Member State of reference,
 - Benennung eines „Legal Representative“,
 - funktionierende aufsichtsrechtliche Kooperation zwischen Sitz- und Drittstaat,
 - Drittstaat ist nicht auf der FATF-Liste nicht-kooperierender Staaten,
 - Wirksamer Informationsaustausch in Steuerangelegenheiten (vgl. Art. 26 OECD-Musterabkommen)
 - Konkretisierung auf Level 2

- **EU-weiter Vertrieb von off-shore-AIF ist zulässig, wenn strenge Voraussetzungen erfüllt werden, u.a.**
 - funktionierende aufsichtsrechtliche Kooperation,
 - Drittstaat ist nicht auf der FATF-Liste nicht-kooperierender Staaten,
 - wirksamer Informationsaustausch in Steuerangelegenheiten (s.o.);
 - Übergangsfrist von 3 Jahren
 - Nationales Private Placement für Übergangszeit und unter erleichterten Vorgaben möglich
 - Konkretisierung auf Level 2

AIFMD: Nächste Schritte – Umsetzung der AIFM-RL

➤ **Chance für den Fondsstandort Deutschland**

- Bekenntnis zu Diversifikation und Alternativen Investmentstrategien
- AIF sind wichtige und anerkannte Marktteilnehmer auf den internationalen Finanzmärkten; dies gilt auch in/nach der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise
- Eine verbesserte Akzeptanz wird sich auch in Deutschland einstellen; die zukünftige einheitliche Regulierung auf europäischer/internationaler Ebene ist ein wichtiger Schritt

➤ **Welches Gesetz, welche Ausgestaltung?**

- Investmentgesetz vs. eigenes Gesetz
- Beibehaltung etablierter deutscher Fondsstrukturen, AIFM-RL sieht allerdings keine zwingende Trennung in offene und geschlossene Fonds vor
- Keine Verortung von Normen, die dem Schutz von Gesellschaften und Arbeitnehmern dienen, im Investmentrecht (Stichwort „Asset Stripping“)
- Produktregulierung und Vertriebsregeln abhängig von Investorenqualifikation: Retail- vs. Profianleger
- Behandlung „kleiner“ Gesellschaften: BaFin-Registrierungsverfahren -> Chancen für Nischenanbieter und Start-ups

➤ **Besteuerung**

- Anwendung des InvStG auf alle Fonds?

AIFMD: Nächste Schritte – Durchführungsbestimmungen zur AIFM-Richtlinie

- Mandat der EU-Kommission an ESMA zu Durchführungsbestimmungen zur AIFM-RL
 - Task Force 1: Scope (Central Bank of Ireland)
 - Task Force 2: Exemptions, capital/own funds, general principles, conflicts of interest, investment in securitisation positions, organisational requirements, valuation, delegation of AIFM functions (BaFin)
 - Task Force 3: depositaries (AMF)
 - Task Force 4: Transparency requirements, leverage, risk and liquidity management (FSA)

- Parallel zur Umsetzung der AIFM-RL müssen zahlreiche und sehr detaillierte Durchführungsbestimmungen erarbeitet werden -> Herausforderung für EU-Kommission, ESMA und nationale Gesetzgeber

AIFMD: Nächste Schritte - Zeitplan

➤ Zeitplan

- Mai/Juni 2011: Billigung durch den EU-Rat
- November 2011: Vorlage ESMA-Vorschläge für Durchführungsbestimmungen an die EU-Kommission (Ausnahme Drittstaatenregelungen)
- Mai/Juni 2013: Umsetzung in nationales Recht (Ausnahme Drittstaatenregelungen)
- 2015: Vorlage ESMA-Vorschläge für Durchführungsbestimmungen zu Drittstaatenregelungen
- 2015: Inkrafttreten Drittstaatenregelungen (EU-Kommission erlässt nachfolgend zu ESMA-Vorschlägen entsprechende Durchführungsbestimmungen)
- 2018: Evaluierung Drittstaatenregelungen durch ESMA und Vorlage an die EU-Kommission

UCITS-Richtlinie (OGAW-Richtlinie)

- **„NewCITS“**
 - **Abbildung von Hedgefonds-Strategien im UCITS-Mantel durch Durchführungsrichtlinie 2007/16/EG (Eligible Assets)**
 - **Ca. 100 Mrd. Euro AuM**
 - **Ca. 700 Fonds**

Regulierung der Investoren: Solvency II

- **Solvency II: Einführung eines umfangreichen qualitativen und quantitativen Solvenzmanagement**
 - Säule I: Mindestanforderungen an die Kapitalausstattung
 - Säule II: Aufsichtsrechtliche Überprüfungsverfahren, Interne Kontrolle und Risikomanagement
 - Säule III: Maßnahmen zur Einhaltung der Marktdisziplin

- **Behandlung von Anlagen in AI unter Solvency II**
 - Grundsatz: je höher das Risiko umso mehr Eigenmittel müssen durch den Versicherer unterlegt werden; entscheidend ist dabei die Betrachtung auf Gesamtrisikoebene des Unternehmens
 - Kategorie „other equities“, zu der auch HF und PE gehören, unterliegt den höchsten Eigenmittelanforderungen; Staatsanleihen werden als risikolos qualifiziert und sind nicht zu unterlegen -> Gefahr der Fehlallokation
 - Solvency II und AIFMD sind isoliert, keine Referenzierung, insbes. keine allgemeingültigen Definitionen

- **Solvency II: Anwendung auf EbA?**

Regulierung der Investoren: AnIV und BaFin-RS

- **Anlageverordnung (AnIV) und Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Pensionsfonds (PFKapAV)**
 - Hedgefonds
 - Private Equity
 - Rohstoffe

- **BaFin-Rundschreiben**
 - Kapitalanlage-RS
 - Berichts- und Anzeige-RS
 - Hedgefonds-RS

Thesen

- **An Alternativen Investments führt kein Weg vorbei!**
- **Insbes. AIFMD führt zu einer verbesserten Akzeptanz von AI!**
 - **Aber: AIFM schießt in vielen Bereichen über das regulatorische Ziel hinaus.**
- **Aber: AI werden in vielen Fällen für Investoren unattraktiv -> Solvency-II führt zu einer – staatlich angeordneten – Fehlallokation!**
 - **Begr: höhere Kapitalanforderungen führen zu Untergewichtung von AI; ggf. z.T. Erhöhung des Risikoprofils um Kapitalanforderungen zu rechtfertigen.**
- **Weiterer Änderungsbedarf bei Solvency-II!**

Vorstellung BAI

- 4. Juli 1997: Gegründet in Bonn als German Derivative Investments & Funds Association e.v. (GEMFA) - Bundesverband Derivate
- 2000: Umbenennung in Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI)
- Ab 2000: Zunehmende Wahrnehmung des BAI als das „Sprachrohr der AI-Branche“ mit dem Fokus auf: Hedgefonds, Private Equity und andere AI-Anlagestrategien
- 2011: Ausrichtung als Verband, der sich dafür einsetzt, dass deutsche institutionelle bzw. professionelle Investoren ihre Kapitalanlage im Hinblick auf sog. „Alternative Investments“ einfacher und besser diversifizieren können, insbesondere im Hinblick auf die langfristige Sicherung der deutschen Altersvorsorge („Katalysator zwischen professionellen deutschen Investoren und den besten AI-Anbietern weltweit“).

Kontakt BAI

VIELEN DANK!!!!

Kontakt:

RA Frank Dornseifer
- Geschäftsführer Recht und Policy -
BAI (Bundesverband Alternative Investments) e.V.
Poppelsdorfer Allee 106
D – 53115 Bonn
Tel: + 49 (0) 228 - 96987-15
Fax: + 49 (0) 228 - 96987-90
E-mail: dornseifer@bvai.de
Internet: www.bvai.de

