

Gesetzgebungsverfahren werfen ihre Schatten voraus

Überarbeitung der AIFM-Richtlinie und Solvency II wie auch ESG und grenzüberschreitender Fondsvertrieb lassen der PE- und VC-Fonds keine Regulierungspause

Börsen-Zeitung, 27.3.2019
Nicht nur die Anpassungen auf die (leider noch immer nicht klar fassbaren) Auswirkungen des Brexit treiben die Branche der Private-Equity-(PE-) und Venture-Capital-(VC-)Fonds derzeit in Europa um. Weitere Gesetzgebungsverfahren von Relevanz für die PE- und VC-Branche werfen ihre Schatten voraus.

fonds, die typischerweise zu Investitionszwecken (synthetisch) oder durch Einsatz von Fremdkapital das gesammelte Kapital hebeln beziehungsweise Leverage einsetzen und damit – so die Autoren der Richtlinie – potenziell systemisch relevant sein könnten, ist eine derartige Hebelwirkung bei PE- und VC-Fonds weder notwendig noch angestrebt.



Von
Arne Bolch ...

Partner bei GSK
Stockmann, Luxemburg

Hierzu zählt unter anderem die bevorstehende Überarbeitung der AIFM-Richtlinie (kurz AIFM, Alternative Investment Fund Manager) auf der Basis der kürzlich abgeschlossenen Überprüfung seitens der Europäischen Kommission. In diesem Zusammenhang geht der Artikel auch auf den Entwurf der Kommission einer Transparenzverordnung zu ESG-Themen (Environment, Social, Governance), die Entwürfe zum grenzüberschreitenden Vertrieb von Fonds sowie den kürzlich veröffentlichten Verordnungsvorschlag der Kommission zur Überarbeitung der Solvency-II-Regeln (weiterentwickelte Solvabilitätsanforderungen für Versicherungen) aus dem Blickwinkel der PE- und VC-Branche ein.

Die AIFM-Richtlinie wurde bereits bei ihrer Einführung von der PE- und VC-Branche kontrovers aufgenommen. Nicht nur sah man sich aus Sicht der Branche zu Unrecht dem Vorwurf ausgesetzt, systemische Risiken (mit) zu verursachen. Anders als bei Hedge-

Insoweit seien die Leverage-Regeln der AIFM-Richtlinie zumindest nicht passgenau für die PE- und VC-Branche. Ferner stand man auch den Regeln zum „Asset Stripping“ kritisch gegenüber und war skeptisch, ob sich die bei Einführung des Marketing-passes benannten Vorteile auch für die PE- und VC-Branche positiv auswirken würden.

Im Rahmen der nun erfolgten Umfrage anlässlich der Überprüfung der Richtlinie seitens der Kommission und KPMG im Hinblick auf eine bevorstehende Überarbeitung der Richtlinie hat sich die Branche nun (zumindest teilweise) Gehör verschaffen können. Die Überprüfung hatte auf Basis des Mandates aus Artikel 69 Nr. 1 der Richtlinie unter anderem die Bewertung des Management- sowie des Marketing-passes, die Frage etwaiger Auswirkungen der Hebelfinanzierung, Erfahrung und Bewertungen des Investor-Reportings zum Gegenstand.

Hierbei ist es erfreulich, dass auch die Überprüfung seitens der Kommission zu bestätigen scheint, dass – mit Ausnahme offener Immobilienfonds – AIF (alternative Investmentfonds) beziehungsweise auch PE- oder VC-Fonds generell kaum Liquiditätsrisiken durch den Einsatz von Fremdkapital beziehungsweise Leverage ausgesetzt sind. Etwaige systemische Risiken für die Finanzmarktstabilität allgemein sollten damit an sich

zumindest nicht durch die Fondsbranche, schon gar nicht aber durch PE- und VC-Fonds, die ja einen derartigen Hebel generell nicht nutzen, verursacht worden sein. Dies bedeutet hingegen nicht, dass die Überprüfung somit etwa beispielsweise zur Abschaffung der Leverage-Regeln beispielsweise für PE- und VC-Fonds führen wird. Die Kommission schlägt vor, den



... und
Anja Grenner

Director Alternative
Fonds bei Intertrust
Luxembourg S.à.r.l.

Bericht der Iosco (International Organization of Securities Commissions) zu Leverage in Publikumsfonds und alternativen Investmentfonds abzuwarten, bevor sie gegebenenfalls Anpassungen an den Leverage-Regeln der AIFM-Richtlinie zur passgenaueren Beherrschung und Eingrenzung etwaiger Leverage- oder Liquiditätsmanagementrisiken vorschlägt.

Der ESRB (European Systemic Risk Board) hatte dagegen bereits in einem eigenen Bericht, der vor der Überprüfung der AIFM-Richtlinie erschien, angemerkt, dass generelle abstrakte gesetzgeberische Maßnahmen zur Vermeidung von Leverage- beziehungsweise damit einhergehender systemischer Risiken notwendig seien, unabhängig von der Frage, ob solche Risiken wirklich durch Fonds und gerade PE- und VC-Fonds hervorgerufen werden können. Insoweit ist der Vorschlag der Kommission, hier vorrangig auf Iosco zu warten und nicht ohne Weiteres den ESRB-Empfehlungen zu folgen, aus Sicht der PE-

und VC-Branche positiv zu werten.

Der Managementpass wurde generell in der Überprüfung als positiv bewertet und wird auch beispielsweise für luxemburgische Fonds häufig genutzt (zumindest insoweit die grenzüberschreitende Verwaltung keine gegebenenfalls steuerschädliche Betriebsstätte für den Fonds im Sitzland des Managers begründet).

Der Marketingpass hat nach Ansicht vieler Marktteilnehmer auch der PE- und VC-Branche, die sich im Rahmen der Überprüfung gemeldet hatten, (noch) nicht die Erwartung erfüllt, die in ihn gesetzt wurden. Unklarheiten in der Definition dessen, was „Marketing“ darstellt und Unterschiede in der jeweils nationalen Auslegung des Begriffs sowie eine Reihe zusätzlicher

nationaler Maßnahmen und Gebühren, die sich vor allem für die auf den grenzüberschreitenden Vertrieb angewiesenen, luxemburgische Fonds als zusätzliche „Handelsbarriere“ entpuppten, haben die Anwendung deutlich umständlicher als anlässlich des Inkrafttretens der Richtlinie erhofft, gestaltet.

Zudem hat es sich auch nicht als hilfreich erwiesen, die Funktionsweise des Publikumsfondsvertriebs auf alternative Investmentfonds zu übertragen, da bei Letzteren die Art und Weise des Vertriebs strukturell anders ist, also gerade nicht ein fertiges Produkt an eine Vielzahl Kleinanleger über ein bestehendes Vertriebsnetzwerk verkauft wird, sondern häufig eine geringe Zahl institutioneller Investoren angesprochen und nur bei deren voraussichtlicher Zusage wirklich ein Fondsprodukt entstehen wird. Aus den Reihen der PE- und VC-Branche wurde auch die Forderung nach einer zeitlichen Begrenzung des Passes laut, da auch hier – anders als bei

Publikumsfonds – die Phase des Einwerbens von Geldern üblicherweise nur einen Bruchteil der Laufzeit des Fonds beträgt.

Im Zuge der bereits seitens der Kommission angestoßenen Maßnahmen zum grenzüberschreitenden Vertrieb sind Teile der vorbenannt beschriebenen Erfahrungen aufgenommen worden. So beinhaltet der Vorschlag der Kommission nun eine einheitliche Definition des „Pre-Marketing“ welche erlauben soll, das Interesse von potenziellen Anlegern eines aufzulegenden AIF im Vorfeld zu testen. Hierfür hat dann der für den jeweiligen Fonds tätig werdende AIFM den Mitgliedstaat im Vorfeld formlos zu unterrichten. Ferner schlägt die Kommission auch einen Mechanismus vor, wie Fonds die Vertriebsanzeige beenden können.

Es bleibt abzuwarten

Ob sich diese Maßnahmen in der vorgeschlagenen Form als praxistauglich erweisen (beispielsweise ist die europäische Definition des „Pre-Marketing“ gegebenenfalls restriktiver als andere, bisher in verschiedenen Mitgliedstaaten, genutzte Definitionen), bleibt abzuwarten. Bemerkenswert ist weiter, dass die Kommission auch ausdrücklich vorsieht, eine Studie zum sogenannten „Phänomen“ der „Reverse Solicitation“ und der Nutzung von EU-AIF durch Drittlandinvestoren zu erstellen, um in diesem Zusammenhang wahrgenommene Umgehungsrisiken zu adressieren.

Ein weiterer Themenkreis, der Gegenstand der Überprüfung war, ist das Investoren-Reporting. Hier haben Teilnehmer der Studie bemängelt, dass der „one size fits all approach“ insbesondere des Artikels 23 der AIFM-Richtlinie von Marktteilnehmern sehr unterschiedlich umgesetzt wird (die Bandbreite reicht hier von einer Umsetzung beispielsweise im Rahmen eines Gesellschaftsvertrages bis hin zur Erstellung eines eigenständigen

Emissionsdokuments) und zudem Branchen- oder Assetklassen-Spezifika nicht ausreichend berücksichtigt werden können. Dass die Kommission indessen hier mit einer Aufgabe dieser Anforderung reagiert, scheint eher unwahrscheinlich. Beispielhaft angeführt sei hier der Entwurf der ESG-Transparenzverordnung, welcher gerade die Anforderung des Artikels 23 um Aussagen zu ESG-Risiken aller Arten von Fonds, auch PE- und VC-Fonds erweitert, sei es nur um auf Nachhaltigkeitsrisiken der Anlage hinzuweisen oder weil diese Fonds ein nachhaltiges Investmentziel verfolgen.

Gute Nachrichten für die Private-Equity- und Venture-Capital-Branche hatte die Kommission hingegen im Rahmen eines am 8. März 2019 veröffentlichten Verordnungsvorschlages zur Überarbeitung der Solvency-II-Regeln. Versicherungsunternehmen, die nicht ein eigenes internes Bewertungsmodell für die Eigenkapitalhinterlegung ihrer Investitionen, sondern den Standardansatz wählen, können voraussichtlich reduzierte Eigenkapitalquoten (je nach Anwendungsfall potenziell nur 22%) zur Hinterlegung ihrer Investitionen in eine im Rahmen eines durch einen Artikel 171a des Verordnungsentwurfes neu eingeführte Kategorie der „Long Term Equity Investments“ nutzen.

Zudem kann die Frage der Einordnung auf der Fondsebene selbst und nicht auf der Ebene der Portfolio-unternehmen bewertet werden. Die Maßnahme ist zwar gegenwärtig nur ein Vorschlag der Kommission und eine Zustimmung des Parlaments und des Rats stehen noch aus. Sollte sich die Kommission hingegen mit ihrem Vorschlag durchsetzen, so erweitert dies entsprechend den potenziellen Anlegerkreis für Private-Equity- und Venture-Capital-Fonds und beschert diesen Anlegern eine willkommene Diversifikation ihrer Anlagen – weg von niedrig verzinsten Staatsanleihen zum Wohle ihrer Versicherten.