

AIFMD 2.0 – Chance oder Risiko für Luxemburg?

Großherzogtum hat bereits langjährige Erfahrung mit Kreditfonds und Liquiditätsmanagement-Instrumenten

Börsen-Zeitung, 10.7.2024

Die AIFM-Richtlinie hat sich seit ihrer Umsetzung im Jahre 2013 für die Luxemburger Fondsindustrie als ein äußerst positives Element herausgestellt. Trotz anfänglicher Skepsis entstand innerhalb vergleichsweise kurzer Zeit ein umfangreiches Ökosystem im Bereich der alternativen Investmentfonds: Mittlerweile existieren über 260 Gesellschaften mit einer AIFM-Lizenz und ein verwaltetes Vermögen von knapp 2400 Mrd. Euro im Großherzogtum, welches sich – im Gegensatz zu OGAW – auch in den vergangenen Jahren stark positiv entwickelte. Es erscheint daher nicht belanglos, sich mit der Frage zu beschäftigen, wie sich eine Überarbeitung des rechtlichen Rahmens in diesem Zusammenhang auswirken wird.

Der finale Text der Änderungen der Richtlinie wurde im März diesen Jahres veröffentlicht und muss innerhalb von zwei Jahren in nationales Recht umgesetzt werden. Auch wenn die neuen Regeln daher voraussichtlich nicht vor Anfang 2026 Anwendung finden, und auch einige technische Richtlinien seitens ESMA noch zu erwarten sind, ist der Regelungsgehalt bereits klar erkennbar. Die zwei Änderungen mit der größten praktischen Relevanz sollten die Regeln zu Liquiditätsmanagement-Instrumenten (LMI) sowie betreffend kreditvergebender AIFs (loan originating funds, „LOF“) sein.

Aufsichtsbehörden hatten sich in der Vergangenheit bereits häufig mit dem Liquiditätsmanagement von AIFs befasst, insbesondere in Bezug auf ein aus ihrer Sicht kritikwürdiges Missverhältnis aus

illiquiden Vermögenswerten und einer offenen Fondsstruktur, welche jederzeit Rücknahmen der Anleger vorsieht. Dass diese Fonds bei Marktverwerfungen, wie etwa während der Finanzkrise, recht schnell zu geschlossenen Vehikeln mutieren, könnte man bei entsprechender



Foto: Nader Ghavami

Marcel Bartnik

**Partner,
Vandembulke**

Transparenz in den Unterlagen auch als sehend in Kauf genommenes Risiko betrachten. Die neuen Regelungen der Richtlinie sehen nunmehr jedoch einen – nicht abschließenden – Katalog von LMI vor, aus denen insgesamt vier zwingend im jeweiligen offenen AIF vorgesehen sein müssen: Die Aussetzung von Rücknahmen sowie die Einrichtung von sogenannten Side Pockets, in denen langfristig unverkäufliche Vermögenswerte geparkt werden können, muss immer vorgesehen sein; die zwei weiteren LMI können aus einem in der Richtlinie aufgeführten – nicht abschließenden – Katalog gewählt werden, so beispielsweise die Verlängerung von

Rücknahmefristen oder Rücknahmebeschränkungen (sog. „Gates“).

Der Luxemburger Fondsindustrie sowie der Finanzaufsicht CSSF sind solche Regeln nicht fremd. Hierzu lohnt es sich zu erwähnen, dass es offene AIFs mit Anlagen in illiquide Vermögenswerte schon Jahrzehnte vor der AIFM-Richtlinie gab, in Gestalt der sogenannten Teil II-Fonds sogar für Kleinanleger. Auch mit der Handhabung von Side Pockets hat man während der Finanzkrise im Jahre 2008 (vor allem für Hedgefonds), sowie kürzlich aufgrund des Ukraine-Kriegs, viel Erfahrung gesammelt und dedizierte Regeln hierzu entwickelt. Die meisten der übrigen LMI wie die Aussetzung von Rücknahmen, Gating-Regeln oder eine Verlängerung von Rücknahmefristen finden sich traditionell ohnehin in den Fondsunterlagen, auch da dies seitens der CSSF für die durch sie direkt überwachten spezialisierten Investmentfonds üblicherweise erwartet wurde. Überhaupt hat die Aufsichtsbehörde routinemäßig auf das Liquiditätsprofil der Fonds geachtet, auch wenn sich der Fokus hierauf in den vergangenen Jahren noch verstärkt hat. Die Integration der neuen LMI-Regelungen werden daher wohl nur überschaubaren Anpassungsbedarf auslösen, und es kann insoweit mit einer routinierten Handhabung durch die CSSF gerechnet werden.

Obwohl sich die AIFM-Richtlinie nahezu ausschließlich an Fondsmanager adressierte, werden durch deren Überarbeitung nun auch Regeln für eine bestimmte Kategorie von Investmentfonds selbst eingeführt. Dieser Systembruch ist wohl mit dem zunehmenden Erfolg einer

Darlehensvergabe durch Vehikel außerhalb der Banken erklärbar und der Befürchtung, dass sich hierdurch systemische Risiken ergeben könnten.

In Zukunft – es gibt Übergangs-Bestimmungen für bereits existierende LOF – müssen Diversifizierungs-Regeln beachtet werden (höchstens 20% des Fonds-Kapitals pro Darlehensnehmer einer bestimmten Kategorie), ebenso wie solche hinsichtlich des Einsatzes von Hebelwirkung etwa durch Kreditaufnahme oder Derivate, welche bei offenen LOF auf 175% und bei geschlossenen auf 300% begrenzt wird. Offene LOF sollen die Ausnahme darstellen, hierfür braucht es demnach einen Geeignetheits-Nachweis des AIFM gegenüber der zuständigen Aufsichtsbehörde in punkto Liquiditäts-Management. Gesellschafterdarlehen sind als Rücksichtnahme auf Private Equity-Fonds von den neuen Regeln überwiegend ausgenommen. Verboten wird die Kreditvergabe, wenn sie nur der darauffolgenden Weitergabe an Dritte dient. Auch eine nicht systematische Weitergabe von Krediten unterliegt Beschränkungen, der LOF muss im Regelfall 5% des Nominalwertes des Darlehens für mindestens 8 Jahre zurückbehalten.

In Luxemburg hat die Aufsichtsbehörde CSSF bereits 2016 klargestellt, dass Kreditvergabe eine erlaubte Tätigkeit für AIFs darstellt, und hierfür in der Regel keine Banklizenz erforderlich ist. Da dies in vielen EU-Mitgliedstaaten weitaus restriktiver gehandhabt wird, entwickelte sich der Sektor der Kreditfonds insgesamt (wozu auch AIF zählen, die Kredite lediglich er-

werben) und der LOF im Besonderen sehr dynamisch. Schätzungen gehen derzeit (die Zahlen stammen von 2023) von über 400 Mrd. Euro verwaltetem Vermögen aus, die Zuwachsraten der vergangenen Jahre bewegen sich teilweise bei über 50%. Darauf wurde auch die CSSF aufmerksam und führte eine spezielle Kategorie der AIFM-Lizenz für die Verwaltung von Kreditfonds ein, für die insbesondere das Risikomanagement, die Überwachung der Qualität der Kreditnehmer sowie ein Monitoring der betreffenden Kredite während deren Laufzeit einer genauen Prüfung unterzogen wurden. Die diesbezüglichen organisatorischen Anforderungen, die sich nun in AIFMD 2.0 wiederfinden, werden daher hiervon bereits nahezu vollständig abgedeckt.

Die Erfahrung mit etwa einem Jahrzehnt an Überwachung und Handhabung von Kreditfonds sollten daher sowohl die CSSF als auch die übrigen Akteure des Luxemburger Finanzplatzes vor keine besonderen Schwierigkeiten stellen, die neuen Anforderungen zu erfüllen und in die tägliche Praxis umzusetzen. Es ist auch davon auszugehen, dass Luxemburg insgesamt nicht über die Mindestanforderungen von AIFMD 2.0 hinausgehen wird, somit die dort vorgesehenen Öffnungsklauseln für restriktivere Regelungen nicht nutzt. Es erscheint somit nahelegend, dass Luxemburg in Zeiten der immer kleinteiligeren Regulierung von seiner Erfahrung im Bereich der Kreditfonds profitieren wird, und offene Fragen auf pragmatische Weise einer Lösung zu führen wird.