



Management  
& Technology  
Consultants

White Paper | Asset Management

# Große Veränderungen im Asset Management

# Inhaltsverzeichnis

Große Veränderungen im Asset Management	3
Die Alternative Investment Fund Managers-Richtlinie (AIFM-RL)	4
Die AIFM-Richtlinie	6
Die AIFM-RL in Europa	6
Die AIFM-RL und die Akteure des deutschen Asset Management Marktes	9
AIFM-RL erfordert Veränderungen, bis hin zur Überarbeitung des Geschäftsmodells	11
AIFM-RL am Beispiel eines Private-Equity Managers	15
Änderungen auf Ebene des Asset Managers	16
Änderungen auf Ebene des Fonds	16
Änderungen auf Ebene der Dienstleister	17
Änderungen im Vertrieb aufgrund von MiFID II und der AIFM-Richtlinie	17
Vertriebliche Änderungen aufgrund der AIFM-Richtlinie	18
Fazit	19
Änderungen lassen sich nicht mehr aufhalten	19

# Große Veränderungen im Asset Management

Als Reaktion auf die Finanzmarktkrise beschlossen die 20 größten Industrienationen (G-20) im Jahr 2008 keinen Finanzmarktakteur unreguliert zu lassen. Die schiere Menge der verabschiedeten und noch anstehenden Vorschriften haben das Potenzial, das Asset Management auf europäischer und deutscher Ebene nachhaltig zu verändern. Einige der anstehenden Regelungen sind zum Teil über Akronyme wie MiFID II, AIFM, UCITS V und EMIR bereits bekannt. Zwar werden viele dieser Vorschriften die Asset Manager und Depotbanken nur indirekt betreffen, dennoch werden sie erhebliche Auswirkungen auf die Abwicklung des täglichen Geschäftes oder den Vertrieb haben und bisweilen zu einer Überprüfung der Geschäftsmodelle führen. Wie sich diese Vorschriften nach Umsetzung in nationales Recht und insbesondere die späteren Wechselwirkungen darstellen, kann in großen Teilen nur erahnt werden. Aufgrund der gerade erfolgten Veröffentlichung der „ESMA-Vorschläge für die Durchführungsbestimmungen zur AIFM-Richtlinie“ (auch bekannt als Level II Maßnahmen) möchten sich die Autoren in diesem White Paper auf die umfassende Reform des Asset Managements, die „Alternative Investment Fund Managers“ Richtlinie (AIFM-RL), konzentrieren.

Zuerst werden die Hauptpunkte der AIFM-RL dargestellt. Die Autoren beleuchten den Fondsmarkt mit Fokus auf die Fonds, die in Deutschland unter die AIFM-RL fallen. Im zweiten Teil folgt ein Ausblick auf die möglichen Auswirkungen der Richtlinie. Abschließend sollen diese im Rahmen eines Gedankenexperiments anhand einer fiktiven Private Equity Gesellschaft durchgespielt werden.

# Die Alternative Investment Fund Managers-Richtlinie (AIFM-RL)

Die AIFM-RL ist eine umfassende EU-Richtlinie für den gesamten europäischen Asset Management Markt. Im Vergleich zum klassischen Investmentfondmarkt, ist der Markt für alternative Investmentfonds nicht unbedingt groß. Jedoch griffen die Verfasser der Richtlinie zu einem „Kunstgriff“ in der Definition der zu regulierenden alternativen Investmentfonds. Gemäß der Richtlinie<sup>1</sup> sind alle „kollektiven Investments“ alternative Investmentfonds (AIF), die von *externen Investoren Geld annehmen*, um dieses zu *investieren* und gleichzeitig *kein OGAW-Fonds* sind.<sup>2</sup> Aufgrund der Heterogenität bei den AIF, die sich aus der obigen Definition ergibt, reguliert die Richtlinie nicht direkt diese AIF, vielmehr werden Vorgaben für die Manager solcher AIF gemacht. Diese Manager bzw. Managementgesellschaften werden entsprechend als Alternative Investmentfonds Manager oder kurz **AIFM** bezeichnet. Der Ansatz steht hier im Gegensatz zur **OGAW-Richtlinie** (auch bekannt als **UCITS**), welche die Fonds direkt reguliert. Aufgrund der Definition beinhaltet die AIFM-RL viele bisher nicht regulierte, anders regulierte aber auch „alt bekannte“ Fonds wie beispielsweise den deutsche Spezialfonds. Für die Fonds und die Manager, die bisher nicht oder nur leicht reguliert waren, ergeben sich zum Teil erhebliche Änderungen gegenüber dem Status Quo. Im Grundgerüst sieht die AIFM folgende Mindeststandards vor:

- Für den alternativen Investmentfonds Manager (AIFM) besteht eine Genehmigungspflicht.
- Die Managementgesellschaft muss Mindestkapitalanforderungen erfüllen, die sich an dem Volumen des verwalteten Vermögens orientieren.
- Der AIFM muss ein eigenständiges Risikomanagement haben, welches insbesondere unabhängig vom Portfoliomanagement ist.
- Der AIFM muss gewissen Richtlinien folgen, diese erfassen unter anderem die Bezahlung der Mitarbeiter und mögliche Interessenskonflikte, sowie Verhaltensregeln (Conduct of Business).
- Es besteht die Pflicht zur unabhängigen und objektiven Bewertung der Vermögensgegenstände in einem alternativen Investmentfonds (AIF).
- Es bestehen besondere Pflichten bei der Auslagerung von Tätigkeiten, wobei der AIFM jedoch haftbar bleibt. Ebenfalls sind Mindestanforderungen für diese Dienstleister vorgesehen.
- Für AIF besteht die Pflicht zur Verwahrung der Vermögensgegenstände bei einer Depotbank. Diese Depotbank kontrolliert den AIF (bspw. Cash-Flows).
- Der Manager muss für Transparenz über seine(n) AIF sorgen (u. a. Jahresabschluss).

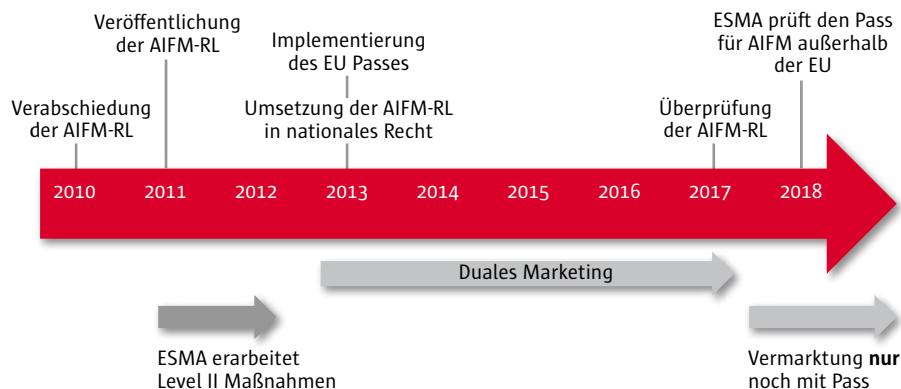
<sup>1</sup> Für Details siehe Artikel 4 der Richtlinie

<sup>2</sup> Einige Ausnahmen hiervon sind in der Richtlinie bereits vorgesehen (geringe Volumina) und es ist zu erwarten, dass in der Umsetzung weitere hinzukommen

Ausgehend von diesen generellen Pflichten existieren weitere spezifische Pflichten, welche nur auf entsprechende Fonds(-Kategorien) anzuwenden sind (bspw. für AIF mit Fremdkapitaleinsatz oder für solche die Unternehmen akquirieren).

In der AIFM-RL sind ebenfalls Vertriebsvorschriften vorgesehen, die jedoch erst im Laufe der Zeit greifen werden (siehe Abbildung 1). Ab 2018 dürfen nach aktuellem Stand nur noch regulierte AIF verkauft werden. AIFM, die ihren Sitz außerhalb der EU haben, müssen ab dann einen EU-Pass vorweisen. Die Erteilung eines solchen Passes ist an die Erfüllung von Teilen der AIFM-RL gebunden.

Abbildung 1: Zeitstrahl für Umsetzung

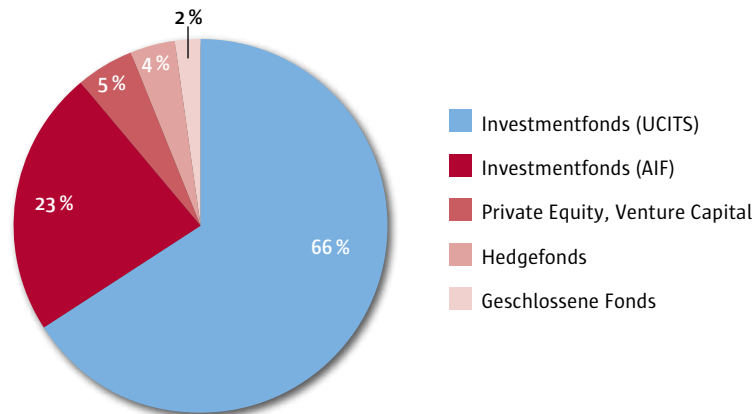


# Die AIFM-Richtlinie

## Die AIFM-RL in Europa

Vor ein paar Jahren wäre niemand auf die Idee gekommen, Spezialfonds oder offene Immobilienfonds als alternative Investments zu bezeichnen. Diese unterliegen den nationalen Gesetzen und Verordnungen sowie der Aufsicht der jeweiligen Behörden. Es sollten vielmehr Hedgefonds und Private Equity Gesellschaften mit dieser Definition getroffen werden. Jedoch hat die EU Kommission mit ihrer Definition der AIF auch andere „klassische Investmentfonds“ zu alternativen Investments gemacht. Daraus resultiert, dass nun viele altbekannte und lange national regulierte Investmentfonds EU-weit unter die Richtlinie fallen.

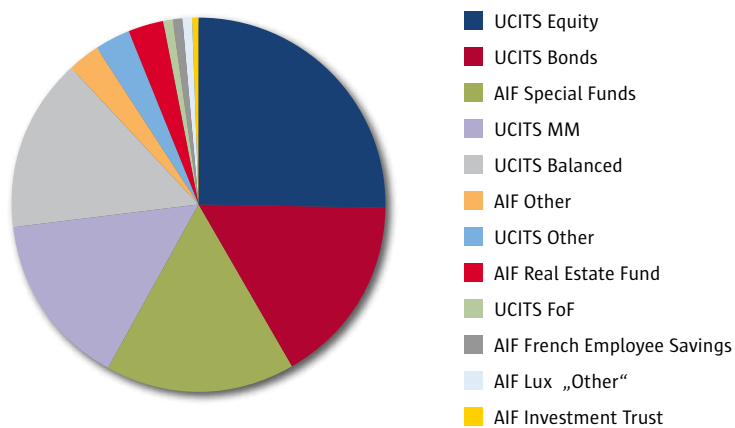
Abbildung 2: Fondsmarkt in Europa



Quellen: EFAMA (Quarterly Statistics 2/2011 auf [www.efama.org](http://www.efama.org)), EVCA (Yearbook 2011 auf [www.evca.eu](http://www.evca.eu)), AIMA, VGF (Gesamtübersicht S.25 auf [www.vgf-branchenzahlen.de](http://www.vgf-branchenzahlen.de)), Credit Suisse, BearingPoint-Analyse; Ultimo 2010, enthält Schätzungen

In der Abbildung 2 findet der Leser eine Übersicht auf europäischem Level. Hier sind UCITS Fonds und ausgewählte andere Fonds (nicht-UCITS) aufgeführt. Die Abbildung 2 repräsentiert über 9 Billionen Euro zum Ultimo 2010. In Blau gehalten sind die Investmentfonds, die der Regulierung durch UCITS unterliegen. Was unter die AIFM-RL fällt, findet sich in Rotschattierungen. Darunter befinden sich klassische alternative Investments (Hedgefonds, Private Equity, usw.) und normale „neu-alternative“ Investmentfonds. Diese entsprechen nicht der UCITS-Richtlinie (23 Prozent) und werden im Folgenden etwas genauer dargestellt.

Abbildung 3: UCITS und AIF in europäischen Investmentfonds



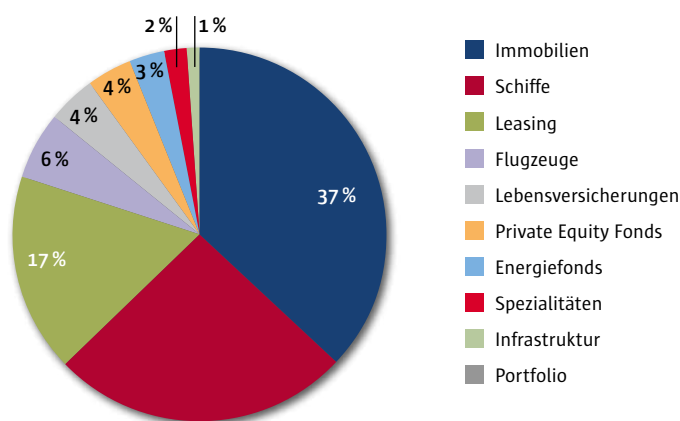
Quelle: EFAMA; Quarterly Statistics Q2/2011 S. 5 und S. 7; www.efama.org, 8,134 Mrd. Euro

Die **Investmentfonds** (also UCITS und AIF, ca. 89 Prozent des Gesamtmarkts) lassen sich weiter aufteilen (siehe Abbildung 3): Auf europäischer Ebene ist nicht nur der Spezialfonds oder Immobilienfonds betroffen, obwohl beide Fondstypen zu den volumenstärksten betroffenen Fonds gehören, was aus den Zahlen des europäischen Fondsverbandes, der European Funds and Asset Management Association (EFAMA), hervorgeht.

Ferner handelt es sich bei den Spezialfonds nicht ausschließlich um deutsche Fonds, auch wenn diese die größte Gruppe bilden. Es finden sich auch Spezialfonds aus Österreich, Dänemark, Finnland und anderen Ländern in dieser Gruppe. Ebenfalls sind Fonds aus Frankreich oder geschlossene Fonds aus dem Vereinigten Königreich (Investment Trusts) in der Gruppe der AIF enthalten.

Die geschlossenen Fonds sind eine weitere Gruppe, die nun unter die AIFM-RL fallen. In der Abbildung 3 sind diese durch die britischen Investment Trusts vertreten. Aber auch deutsche Fonds sind davon betroffen, wie die Abbildung 4 zeigt.

Abbildung 4: Geschlossene Fonds in D



Quelle: VGF; Gesamtübersicht\_Grafiken\_Branchenzahlen\_2010.pdf;  
www.vgf-branchenzahlen.de, S. 25, Ultimo 2010, 198,4 Mrd. Euro

Wie aus den Zahlen<sup>3</sup> des deutschen Branchenverbandes, dem Verband geschlossener Fonds (VGF), hervorgeht (siehe Abbildung 4) fallen in Deutschland rund 200 Mrd. € **geschlossene Fonds** unter die AIFM-RL. Bisher wurden geschlossene Fonds in Deutschland nicht als Asset Manager gesehen und über nationale Gesetze und Vorschriften reguliert. Ebenfalls wurden sie nicht in einem Atemzug mit Investmentfonds oder alternativen Investments genannt. Dies könnte sich durch die AIFM ändern. Die Branche sieht sich mit den Anforderungen an Risikomanagement, Verwahrstellen und Mindestkapitalvorschriften konfrontiert, die bisher nur KAGen trafen. Somit steht diese Branche, sollten sich nicht noch Ausnahmen und Erleichterungen finden, vor einem Wandel.

<sup>3</sup> Bestand gem. VGF, zum Ultimo 2010



## Die AIFM-RL und die Akteure des deutschen Asset Management Marktes

Im klassischen Fondsmarkt gibt es eine große Menge an „neu-alternativen Anlagen“. So bezeichnen die Autoren bereits bekannte Investments wie Spezialfonds oder offene Immobilienfonds, die nun zu alternativen Investmentfonds werden. Dies führt dazu, dass nahezu alle KAGen, Asset Manager und Depotbanken auf dem deutschen Markt von der AIFM-RL betroffen sind (insbesondere über die Spezialfonds, die rund 2/3 des deutschen Fondsmarkt ausmachen).

Somit werden deutsche KAGen zu alternativen Investmentfonds Manager (AIFM), womit sie allen vorher aufgezählten Punkten folgen müssen (Mindestkapital, unabhängige Bewerter, ...). Grundsätzlich sind viele Vorschriften aber bereits durch diverse Vorschriften bspw. §§ 80b, 90 Investmentgesetz, die Mindestanforderungen an das Risikomanagement der Investmentgesellschaften (InvMaRisk) oder die InvVrBV bekannt.

Von der Richtlinie sind wahrscheinlich auch die **Master-KAGen** betroffen. Diese lagern Teile oder das gesamte Asset Management aus, sind jedoch (bei strenger Auslegung) in der Haftung für ihre Dienstleister. Sollten die Regeln so bestehen bleiben, müssen sich Master-KAGen damit auseinandersetzen wie sie das Haftungsrisiko minimieren können. Auch ergibt sich aus der Richtlinie, dass die Auslagerungspartner (externe Asset Manager, Asset Advisors usw.) nach gegebenen Rechtsvorschriften<sup>4</sup> (UCITS, MiFID, ...) arbeiten müssen. Für Drittstaaten außerhalb der EU gelten weitere Vorschriften.<sup>5</sup>

Des Weiteren werden die Manager von **Private Equity** oder Venture Capital Fonds betroffen sein. Diese müssen sich stark auf die klassischen Investmentfonds und deren Geschäftspraktiken (Depotbank, Liquiditätsrisikomanagement, ...) zubewegen. Der hohe Handlungsbedarf, der sich sicherlich als Konsequenz daraus ergibt, ist auch der Grund, warum diese Gruppe von den Autoren noch einmal intensiver in diesem White Paper beleuchtet wird.

Weiterhin spürbar ist der Fall Madoff und zwar besonders bei der **Depotbank**.<sup>6</sup> Für nahezu jeden AIF wird eine Depotbank gefordert. Diese Depotbank erfüllt diverse Funktionen (Verwahrung der Vermögenswerte, Kontoführung, ...). In der Richtlinie wird explizit eine Haftung der Depotbank für den „Verlust verwahrter Instrumente“ vorgeschrieben. Eine solch strenge Haftungsregelung war bislang in Deutschland unbekannt, ist aber z. B. in Frankreich die Rechtsnorm. Diesem Haftungsrisiko müssen sich nun auch deutsche Depotbanken stellen, die die Verwahrung von AIF anbieten möchten.

<sup>4</sup> Vgl. ESMA Level II Measures Box 67

<sup>5</sup> vgl. ESMA Level II Maßnahmen Box 68

<sup>6</sup> Die Depotbank steht bereits seit 2009 im Fokus der EU-Kommission im Fondsbereich, insbesondere nach Madoff und Lehmann. Änderungen der bisherigen Regelungen sind daher auch bei UCITS V zu erwarten (vgl. Consultation Paper on the UCITS Depositary Function, European Commission 2010)

In Ausnahmefällen könnten andere Berufsgruppen (Notare, Rechtsanwälte, ...) einen Ersatz der Depotbankfunktion für Fonds erfüllen. Hierbei müssen deren Vermögensgegenstände nicht verwahrfähig sein (z. B. Investments von geschlossenen Fonds, Immobilienfonds, Private Equity, Venture Capital, ...) und die Konstruktion des Fonds bestimmte Bedingungen erfüllen.<sup>7</sup> In Deutschland sind jedoch entsprechende *Registratoren für Fonds nicht bekannt und es müsste ein entsprechendes Berufsbild geschaffen werden*. Weiterhin bleibt offen, ob sich für diese Tätigkeit in Deutschland überhaupt Anbieter finden, da die Richtlinie vorschreibt, dass ein solcher Registrator neben den fachlichen Fähigkeiten auch über ausreichend finanzielle Mittel verfügen muss, um dem Haftungsrisiko gerecht zu werden.

Einige der Veränderungen durch die AIFM auf dem deutschen Markt sind bereits absehbar, wie das Entstehen neuer **Dienstleister**. So wird zum Beispiel von der AIFM ein „Bewerter“ für die meisten Fonds verlangt. Der Manager kann selbst seinen Fonds regelmäßig bewerten oder auch ein qualifizierter Dritter. Da dieser Bewerter jedoch haftbar gemacht werden kann und den Anforderungen der Richtlinie entsprechen muss, ist zu erwarten, dass hier Anbieter entstehen werden. An diese Dienstleister könnten kleinere und mittlere Manager die Bewertung der Vermögensgegenstände im AIF und das an die Funktion gebundene Haftungsrisiko auslagern.

Ein kurzer Blick ins Ausland auf die **Hedgefonds**, da der Markt dafür in Deutschland nicht besonders groß ist, zeigt, dass die Probleme der deutschen Asset Manager noch klein sind. Dies trifft insbesondere im Vergleich zu den Problemen vieler, meist angelsächsischer, Hedgefonds zu. Durch die AIFM-RL müssen diese eine *haftbare* Depotbank für die sichere Verwahrung der Vermögensgegenstände finden. In der Richtlinie ist zudem vorgesehen, dass die Prime Broker nur unter bestimmten Umständen diese Dienstleistung anbieten dürfen. Diese und andere Vorschriften der AIFM-RL sowie der Level II Maßnahmen bereiten dem Hedgefonds-Verband AIMA<sup>8</sup> großes Kopfzerbrechen. Besonders steht für den Verband das Haftungsrisiko der Depositories, sowie die Komplexität des täglichen Geschäfts mit einem Depository im Fokus.

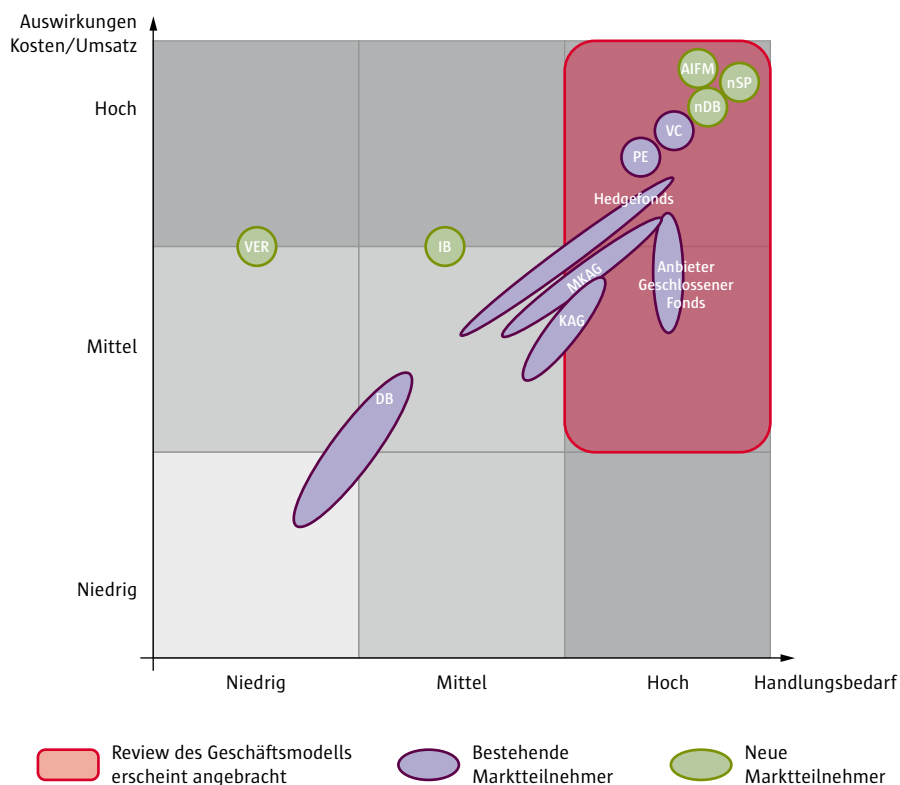
<sup>7</sup> Siehe RL S.18 (34)

<sup>8</sup> Siehe hierzu u. a. die Stellungnahme der „Alternative Investment Management Association“ vom 13.09.11 „AIMA’s response to ESMA’s technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Fund Managers Directive“

# AIFM-RL erfordert Veränderungen, bis hin zur Überarbeitung des Geschäftsmodells

Die bisherigen Vorschläge der ESMA zum Level II lassen einige mögliche Veränderungen auf dem Asset Management Markt absehbar werden. Die Autoren haben Teile davon in der folgenden Matrix zusammengefasst. Hier sind ausgewählte Akteure nach Auswirkungen und Handlungsbedarf eingezeichnet. Die Positionierung entspricht der Einschätzung der Autoren. Die Auswirkungen in Punkto Umsatz müssen hier nicht nur negativ sein. So sind die erwarteten Auswirkungen der Umsätze für neue Servicedienstleister (nSP) wie Bewerter oder Reporting-Insourcer definitiv positiv. Dennoch findet sich ein rot hinterlegter Bereich in welchem das aktuelle Geschäftsmodell (Business Modell) im Rahmen der AIFM-RL-Einführung zumindest überprüft und ggf. angepasst werden sollte.

Abbildung 5: Auswirkungen der AIFM auf unterschiedliche Marktteilnehmer



Im Folgenden finden die Leser die Erläuterungen der Kürzel, sowie eine kleine Erläuterung der Autoren, was sie zu ihrer jeweiligen Einschätzung geführt hat.

**AIFM:** Dies sind die erwarteten Neueintritte in den EU-Markt. Es erscheint einfacher für einige Unternehmen eine Niederlassung in der EU zu eröffnen, um hierüber AIF aufzulegen und zu vermarkten, anstatt deren gesamte Operationen weltweit nach der AIFM-RL umzustellen. Dies könnte unter anderem Anbieter aus Guernsey oder den Kaimaninseln treffen.

**nSP:** Sind neue Service-Provider wie z. B. die oben genannten Bewerber. Hier entsteht insbesondere für die AIFM-konforme Bewertung ein neuer Markt für Unternehmen, die bereit sind eventuelle Risiken zu tragen. Diese müssen sich entsprechend der AIFM-RL aufstellen, wobei die Anforderungen mit weiterem Fortschreiten des Implementierungsprozesses immer konkreter werden. Ebenfalls scheint sich ein Markt aufzutun für Unternehmen, die den AIFM Tätigkeiten außerhalb des Kerngeschäfts abnehmen können (bspw. Reporting). Die Details und das reale Potenzial dieser Märkte wird sich im Laufe der Zeit ermitteln lassen, derzeit erscheinen jedoch mittlere und kleine AIFM als potenzielle Zielgruppe.

**nDB:** Hierbei handelt es sich um neue Depotbanken. Aufgrund der Vorschriften zur Verwahrung der Vermögensgegenstände der AIF könnten einige Neueintritte erfolgen. Insbesondere bei den geschlossenen Fonds, die bereits von einer Bank(-tochter) aufgelegt und vertrieben werden, erscheinen die Risiken für diese Bank in der Depotbankfunktion kalkulierbar. Weiterhin gibt es Marktpotenzial für Depotbanken, die das Problem der Haftung gelöst haben und in den Markt eintreten möchten. Hierunter *könnte* auch der Beruf des *Registrators* fallen.

**IB:** Das Marktpotenzial der Investmentbanken hängt sehr von den finalen Gesetzen, sowie dem Verhalten der Asset Manager ab. Hier besteht ggf. Potenzial synthetische Exposure für Investoren zu alternativen Investments zu generieren. Sollten die Gesetze dies verbieten bzw. genug „echte“ Investmentmöglichkeiten in der EU verbleiben, so ist das Potenzial beschränkt.

**VER:** Auch für die Versicherungsbranche eröffnet sich ein potenzieller neuer Markt. In der Vergangenheit wurde bereits vorgeschlagen<sup>9</sup> Risiken der Verwahrstellen/Depotbanken von Versicherungen evaluieren und entsprechend versichern zu lassen. Somit könnte ein Markt für Versicherungen mit entsprechender Expertise entstehen. Dieses Potenzial besteht über den Markt für die nötigen Berufshaftpflichtversicherungen hinaus.

**VC/PE:** Sowohl die Venture Capital als auch die Private Equity Gesellschaften sind von der AIFM-RL betroffen. Die Auswirkungen für beide sind schwerwiegend, da sie sich auf das Management von illiquiden alternativen Assets konzentrieren. Eine Prüfung des aktuell bestehenden Geschäftsmodells erscheint als ratsam. Für beide stellt sich die Frage, wie sie die Anforderungen der AIFM umsetzen und in welchem Maß dies auf ihre Fonds umgelegt werden kann, so dass keine signifikanten Performanceeinbußen für die Endbegünstigten entstehen. Die EU-Kommission ist sich inzwischen jedoch bewusst, dass **Venture Capital Gesellschaften** nicht ideal durch die AIFM-RL reguliert sind, womit sich

<sup>9</sup> Vgl. hier Publikationen der Edhec-Business School bspw. das Positionspapier zur „Consultation on the UCITS Depository Function“, Amenc, Sender; 2009

wahrscheinlich noch Änderungen ergeben werden. Aktuell<sup>10</sup> läuft eine Konsultation der Europäischen Kommission, die Venture Capital wieder aus der Regulierung der AIFM-RL entziehen könnte.<sup>11</sup> Die EU-Kommission arbeitet gleichzeitig bereits an einem eigens auf Venture Capital Gesellschaften zugeschnittenen europäischen „Venture Capital Regime“.<sup>12</sup>

**GF:** Anbieter geschlossener Fonds sind ebenfalls aufgrund ihrer Assets stark betroffen. Es bleibt abzuwarten, ob die Wünsche des VGF erfüllt werden und diese von der AIFM-RL zumindest teilweise ausgenommen werden. Sollte dies nicht der Fall sein, so ist die Auswirkung auf die Gesellschaften letztlich sehr groß, da hier Mindestkapital vorgehalten und ein AIFM-Risikomanagement eingeführt werden muss. Auch müssten die Vermögensgegenstände verwahrt und regelmäßig bewertet werden. Geschlossene Fonds würden sich somit ebenfalls weiter in Richtung Investmentfonds bewegen.

**KAGen und Investmentaktiengesellschaften:** Aufgrund der von KAGen verwalteten nicht-UCITS-Fonds (z. B. den Spezialfonds) scheinen in Deutschland die meisten Gesellschaften betroffen zu sein. Sowohl KAGen als auch Investmentaktiengesellschaften werden entsprechende Anstrengungen unternehmen müssen, sich der AIFM-RL anzupassen. Jedoch sind grundsätzlich viele Vorschriften in den Grundzügen bei deutschen KAGen bekannt (§§ 80b, 90 InvG, InvMaRisk, InVerOV). Das Maß der Auswirkung hängt hier besonders von der Umsetzung der AIFM-RL in deutsches Recht ab.

**MKAG:** Bei den Master-KAGen könnte sich ein größerer Handlungsbedarf ergeben, wenn der deutsche Gesetzgeber die Regelungen der AIFM-RL *streng* umsetzt. Als eine Folge könnten höhere Haftungsrisiken entstehen. Ebenfalls erscheinen die Dienstleister in Auslagerungsverhältnissen bei einer strengeren Umsetzung problematisch zu sein, da diese sich den Vorschriften der AIFM-RL unterwerfen müssten. Dies könnte große Probleme für Master-KAGen mit vielen echten Auslagerungsverhältnissen außerhalb der EU bereiten.

**Hedgefonds:** Die Gruppe der Hedgefonds ist sehr gestreckt dargestellt. Der Grund dafür liegt in der Vielzahl unterschiedlicher Investmentstrategien. Grob gesagt machen sie nahezu alles, von der Zeichnung von Katastrophenrisiken, über High Frequency Trading und Investments in notleidende Unternehmen bis hin zu physischen Investments in Gold, Kunst oder Wein. Entsprechend der Struktur des verwalteten Vermögens ergeben sich hier auch Änderungen, die je nach bisheriger Regulierung der Fonds sehr tiefgreifend sein können. Die Autoren nehmen an, dass sich einige kleine bis mittlere Hedgefonds, die nicht in der EU domiziliert sind, vom europäischen Markt zurückziehen werden. Für alle anderen beginnt die Suche nach Lösungen für die Bewertung, Verwahrung usw.

**DB:** Die deutschen Depotbanken werden von nun an ein zusätzliches Haftungsrisiko mit der Verwahrung von AIF tragen. Die offensichtlichste Lösung liegt hier im Review der Prozesse, Restrisiken könnten in der Zusammenarbeit mit Versicherungen gedeckt werden. Weiterhin werden auch Anpassungen bezüglich der Zusammenarbeit mit der KAG, den Lagerstellen und Bewertern von Nöten sein, die in der Umsetzung der Richtlinie in nationales Recht erst klarer werden.

<sup>10</sup> Zum Zeitpunkt der Niederschrift des White Papers, Dezember 2011

<sup>11</sup> Vgl. „A New European Regime for Venture Capital“ S. 5

<sup>12</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2011/venture\\_capital\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2011/venture_capital_en.htm)

Kommen wir jedoch von den Akteuren zu den Fonds. Zur besseren Übersicht haben die Autoren die Fondstypen nach dem Handlungsbedarf in der folgenden Abbildung dargestellt:

**Abbildung 6: Auswirkungen/Handlungsbedarf bei den AIFM-RL betroffenen Fonds**

	Kapital Vorschriften	Risiko Management	Regeln, Bewertung	Vorschriften zum Outsourcing	Depositary**	Transparenz	Leverage	Vertrieb*
Klassische alternative Investments	Private Equity	●	●	●	●	●	●	●
	Venture Capital	●	●	●	●	●		●
	Hedgefonds	●⊕	●⊕	●⊕	●	●	●⊕	●⊕
	Geschlossene Fonds	●	●§	●§	○	●§		●
Betroffene Investmentfonds	Offene Immobilienfonds	○⊕	○⊕	○⊕	○⊕	○⊕	○⊕	○⊕
	Spezialfonds	○⊕	○⊕	○⊕	○⊕	○⊕	○⊕	
	sonstige nicht-OGAW Fonds	○⊕	○⊕	○⊕	○⊕	○⊕	○⊕	○⊕

- sehr hoch
- hoch
- mittel
- gering
- § abhängig von Umsetzung im Gesetz
- ⊕ es existieren Regeln in Deutschland

\* Die AIFM RL stellt dem nationalen Gesetzgeber frei den Zugang zu den AI-Fonds zu regeln. Ebenfalls greift hier MiFID II

\*\* Länder außerhalb Deutschlands kennen nicht die Depotbankfunktion (Ausnahme Österreich)

Die Abbildung 6 hat einen sehr starken Fokus auf Deutschland. Jedoch lassen sich sicher viele Erkenntnisse auf europäische Ebene übertragen. Es zeigt sich, dass nicht alle Fondstypen gleichmäßig betroffen sind. Wie die Autoren zu zeigen versuchten, werden die illiquidesten Asset Manager am stärksten getroffen. Hier könnten sich aber noch Ausnahmen finden, wie bei den geschlossenen Fonds oder den Venture Capital Fonds. Die Auswirkungen auf bereits regulierte Fonds sind vergleichsweise gering.

# AIFM-RL am Beispiel eines Private-Equity Managers

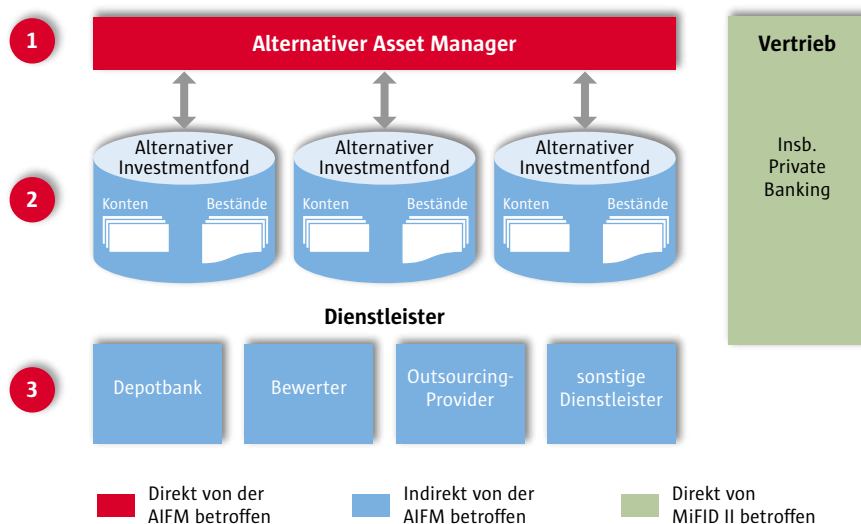
Im deutschen Asset Management Markt stehen die Manager von illiquiden alternativen Investments vor den größten Änderungen. Zwar gab es bereits Standards (Self-Guidance), jedoch ist von der AIFM-RL zu erwarten, diese in der Umsetzung zu übertreffen. Im Fokus dieses White Papers stehen für die Autoren daher besonders Private Equity und Venture Capital Gesellschaften. Gemäß der Definition der AIFM-RL werden Gesellschaften ab einem verwalteten Vermögen von mind. 100 Mio. € (mit Einsatz von Fremdkapital) und Gesellschaften ab einem verwalteten Vermögen von mind. 500 Mio. € (ohne Fremdkapital) reguliert. Gesellschaften, die unter diesen Schwellenwerten bleiben, können sich freiwillig diesen Vorschriften unterwerfen (sog. **Opt-In Klausel**).

Die Abbildung 7 dient der Veranschaulichung des angenommenen Asset Managers. Das Modell zeigt einen Private Equity Manager, der mehr als 500 Mio. € in Deutschland verwaltet, wobei Fonds und Portfoliounternehmen in Deutschland liegen. Ebenfalls wird angenommen, dass (um die Fixkosten niedrig zu halten) diverse Dienstleistungen ausgelagert sind. Ferner erfolgt der Vertrieb dieses Asset Managers auch über das Private Banking.

Somit ergeben sich durch die AIFM-RL Änderungen auf drei Ebenen:

1. Auf Ebene des direkt regulierten Asset Managers
2. Auf Ebene der PE-Fonds
3. Auf Ebene der Dienstleister

Abbildung 7: Level der unterschiedlichen Änderungen eines AIF



## Änderungen auf Ebene des Asset Managers

Der Asset Manager muss nun unter der AIFM-RL von der zuständigen Behörde (BaFin) zugelassen werden. Hierfür muss er alle Anforderungen der Richtlinie, der Level II Maßnahmen sowie ggf. weitere Anforderungen aus der deutschen Gesetzesumsetzung erfüllen. Dies schließt unter anderem ein:

- Vorhalten des Mindestkapitals (bemessen an den Assets under Management)
- Implementierung eines adäquaten Risikomanagements (inkl. Liquiditätsrisikomanagement)
- Implementierung der von der AIFM-RL verlangten Vorschriften u. a.:
  - Zum Management von Interessenskonflikten
  - Zur Vergütungsstruktur der Mitarbeiter
- Erfüllen aller Vorschriften betreffend der Auslagerung von Tätigkeiten. Dies schließt ein Maximum an Auslagerungen ein, damit der Asset Manager entsprechende Kompetenzen vorhält, um seine Dienstleister beim Outsourcing entsprechend überwachen zu können. Der AIFM darf durch Auslagerungen jedoch nicht zu einer Briefkastenfirma werden.<sup>13</sup>

## Änderungen auf Ebene des Fonds

Für jeden Fonds muss:

- Eine Depotbank bestellt werden, die:
  - Die Vermögensgegenstände verwahrt
  - Die Cashflows des Fonds überwacht
  - Das Anteilsscheingeschäft abwickelt
  - Die NAV-Berechnung verifiziert
  - Für Instrumente aus dem Fondsvermögen haftet
- Ein externer Bewerter bestellt werden, der für eventuelle Fehlbewertungen haftet
- Regelmäßig Berichte über den Fonds und seine Investments veröffentlicht werden:
  - Gegenüber Anlegern (Periodisch): Anteil illiquider Assets; Rücknahmegrundsätze; Veränderung beim Liquiditätsmanagement; Risikoprofil und aktive Risikomanagement Systeme „Risk Exposure“
  - Gegenüber Anlegern (bei Leverage-Einsatz): Leverage-Umfang; Anpassung Leverage Rahmen; Wiederverwendung von Sicherheiten/Garantien
  - Gegenüber der Aufsicht: Relevante Märkte und Instrumente; Wichtigste Assets; Risikoprofil; Konzentration; Anteil illiquider Assets; Risiken wie Marktrisiko, Liquiditätsrisiko, Counterparty-Risiko, operationelles Risiko; quartalsweise Stresstest-ergebnisse; Leverage-Umfang; Aufschlüsselung der Hauptquellen des Leverage; Wiederverwendung von Sicherheiten/Garantien

<sup>13</sup> Vgl. Level II Measures Box 74, „Letter-box entity“



## Änderungen auf Ebene der Dienstleister

Die bisherigen Dienstleister im Asset Management müssen sich AIFM-RL-konform aufstellen. Hierbei müssen nicht nur die Prozesse und die Systeme stimmen, zusätzlich muss sich der Dienstleister um die Deckung eventueller Verbindlichkeiten kümmern. Insgesamt dürfte hier der Rahmen durch die UCITS-Vorschriften gegeben sein. Jedoch finden sich für einige Dienstleister strengere Regeln. Dies trifft insbesondere auf den Bewerter sowie die Depotbank zu. Das Maß der weiteren Anpassung für diese beiden Akteure wird jedoch abhängig von den Level II Maßnahmen und deren Umsetzung in deutsches Recht sein.

An den **Bewerter** werden besondere Anforderungen gestellt. Sollte die Bewertung des AIF in der Gesellschaft erfolgen, muss diese funktional von anderen Geschäftseinheiten getrennt sein. Ergänzend enthält die Richtlinie Vorschriften zu den genutzten Bewertungsmodellen und -methoden, deren regelmäßiger Prüfung, der Prüfung einzelner Werte und zur gesamten NAV-Berechnung.

Die AIFM-Depotbank (**Depositary**) muss nach der Richtlinie nicht nur die Vermögensgegenstände des AIF verwahren, sondern auch den AIF-Manager kontrollieren. Ein weiterer Schwerpunkt der Aufgaben des Depositary ist die Überwachung der Geldflüsse des Fonds. Des Weiteren sehen die Level II Maßnahmen zusätzliche Pflichten vor, wie die Abwicklung der Anteilsscheingeschäfte oder die Verifizierung des Prozesses der NAV-Berechnung. Bei nicht-verwahrfähigen Assets könnte auch ein Registrator die Depotbank ersetzen, jedoch fehlt es in Deutschland noch an einem entsprechenden Berufsbild.

## Änderungen im Vertrieb aufgrund von MiFID II und der AIFM-Richtlinie

„Die Markets in Financial Instruments Directive“ (MiFID) ist seit November 2007 in Kraft. Durch sie sollten die Wertpapiermärkte in Europa wettbewerbsfähiger und dazu ein hoher Investorenschutz gewährleistet werden. Durch das „Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz“ (FRUG) wurde sie in Deutschland umgesetzt. Wichtige Ziele der MiFID wurden durch die Umsetzung von 2007 jedoch nicht erfüllt. Daher ist eine Novellierung auf eine MiFID II notwendig. So wurden unter anderem die wichtigen Themen des Investorenschutzes und die Umsetzung der „best execution“ nicht zufriedenstellend erreicht. Bereiche mit identifizierten Defiziten sollen in der gegenwärtigen Diskussion und somit auch in der MiFID-Anpassung berücksichtigt werden. Durch eine Stärkung des Regulierungsrahmens soll diese an aktuelle Entwicklungen angepasst und die bis jetzt unzureichende Transparenz und Effizienz der Märkte als auch der Investorenschutz gewährleistet werden.“<sup>14</sup>

Der bisherige Vertrieb des Asset Managements wird hier insbesondere durch die Definition der Unabhängigkeit der Beratung und die (Weiter-)Nutzung von Ausgabeaufschlägen in Frage gestellt. Somit steht der Hauptanreiz für den Vertrieb von Fonds in Frage, die finale Entscheidung steht jedoch mit der Umsetzung der MiFID II weiterhin aus.

Ebenfalls ließ sich die ESMA in Teilen von MiFID II „inspirieren“, speziell was die Unterscheidung zwischen privaten und professionellen Investoren betrifft.<sup>15</sup>

<sup>14</sup> Fact Sheet MiFID II, BearingPoint

<sup>15</sup> Siehe „ESMA's technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Fund Managers Directive,“ S.8

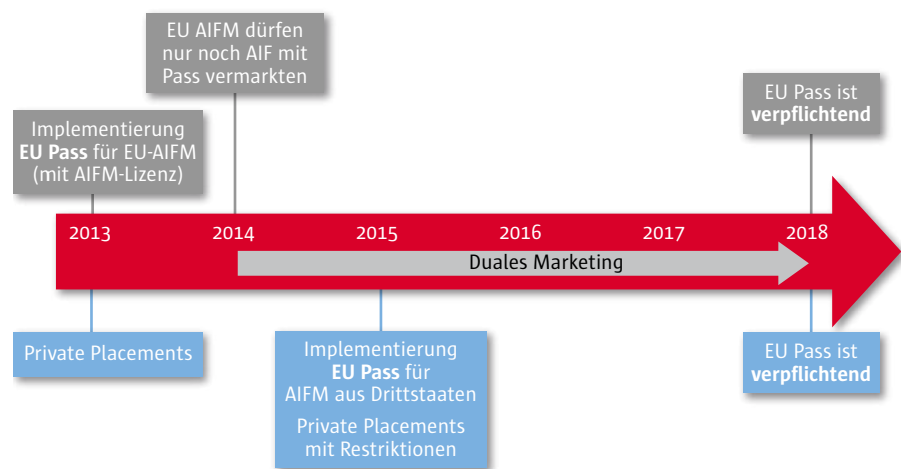
*Ein Angebot an weiteren  
Informationen zur MiFID II finden  
Sie auf unserer Homepage  
[www.bearingpoint.com](http://www.bearingpoint.com)*

## Vertriebliche Änderungen aufgrund der AIFM-Richtlinie

Für EU-AIFM greifen die Vertriebsregeln der Richtlinie bereits ab Mitte 2013, vorher dürfen EU-AIF über Privatplatzierungen vertrieben werden. Ab Mitte 2013 dürfen in der EU nur noch autorisierte AIFM tätig sein<sup>16</sup> und zu diesem Zeitpunkt dürfen nur noch AIF von diesen regulierten in der EU domizilierten Asset Managern vertrieben werden. Diese Regeln würden für unseren PE-Manager zutreffen.

Für Drittstaaten (außerhalb der EU) gibt es eine Übergangsphase, genannt Duales Marketing. Diese endet jedoch 2018. Ab diesem Zeitpunkt müssen auch AIFM aus Staaten außerhalb der EU (Schweiz, USA, Kaimaninseln, ...) einen Pass zur Vermarktung von AIF in der EU vorweisen. Der Vertrieb mittels eines solchen Passes wird bereits ab 2015 möglich sein.

Abbildung 8: Vertriebszeitstrahl



Der **Privatinvestor** ist von Investments in AIF grundsätzlich ausgeschlossen. Den Mitgliedsstaaten steht es dessen ungeachtet frei, den Vertrieb an Privatpersonen in nationalen Gesetzen zu erlauben.<sup>17</sup> Privatinvestoren können darüber hinaus unter der MiFID und der Erfüllung bestimmter Voraussetzungen zu professionellen Investoren werden (bspw. über entsprechendes Vermögen) und fallen somit nicht unter diese Regel.

Für **institutionelle Investoren** und die bereits genannten professionellen Investoren (wohlhabende Privatinvestoren) ändert sich durch die Richtlinie nichts.<sup>18</sup>

<sup>16</sup> Bis auf die Ausnahmen von der AIFM, bspw. Größe o.ä.

<sup>17</sup> Vgl. Artikel 43 (1)

<sup>18</sup> Vgl. Artikel 31

## Fazit

Damit zeigt sich anhand des Beispiels, dass durch den Erlass der AIFM-RL und deren Umsetzung in nationale Gesetze ein enormer Anpassungsdruck auf die AIFM entsteht. Zum einen muss sich der hier skizzierte AIFM darum kümmern, die Vorschriften zur Zulassung als AIFM zu erfüllen. Daraus wird für ihn eine Änderung der betrieblichen Abläufe und ggf. das weitere Outsourcing bestimmter Funktionen folgen.

Ferner muss er sich auf Ebene der Fonds dem Problem stellen, geeignete Depotbanken und Bewerter zu finden. Auch das Reporting gegenüber den Behörden und den Anlegern wird ihn dazu zwingen, operationelle Änderungen vorzunehmen oder externe Dienstleister dafür zu finden.

Gegenüber seinen bisherigen Serviceanbietern wird sich der AIFM darum bemühen müssen, die neu verteilten Haftungsrisiken vertraglich zu regeln. Außerdem hat er nun auch die Aufgabe die AIFM-konforme Arbeitsweise seiner Dienstleister zu überwachen.

## Änderungen lassen sich nicht mehr aufhalten

Wie diese Ausführungen zeigen, ist der Handlungsbedarf nicht gleichmäßig verteilt. Es ergeben sich aus den anstehenden Veränderungen teilweise sehr weitgehende Anforderungen der Aufsicht, die von der Erweiterung/Anpassung bestehender Funktionen bis zur Neu-Ausrichtung des Geschäftsmodells reichen können. Zum anderen schlummern für unterschiedliche Marktteilnehmer auch neue Geschäftspotenziale in der AIFM-RL. Ob diese umfassende Reform wirklich die erhofften Verbesserungen bringt, wird sich erst in Zukunft zeigen. Es kann bei einer so umfassenden Regulierung und so vieler unterschiedlicher Akteure sicher nicht nur Gewinner geben. Insbesondere über die zukünftige Entwicklung von europäischer Private Equity/Venture Capital Fonds und Hedgefonds gibt es doch sehr gegensätzliche Meinungen.

Die Änderungen lassen sich nicht mehr aufhalten, neuestes Indiz sind hier die von der ESMA veröffentlichten Level II-Maßnahmenvorschläge zur Umsetzung der Richtlinie. Der Rahmen für die Umsetzung der AIFM-RL steht somit weitgehend fest. Jedes Unternehmen sollte sich daher mit den notwendigen Änderungen auseinandersetzen und die strategischen Auswirkungen für sich identifizieren und bewerten. Noch haben die Asset Manager Zeit zu handeln; die Uhr jedoch tickt immer lauter.

BearingPoint wird die für Anfang 2012 erwartete Veröffentlichung der Level II-Vorgaben zur AIFM-RL im Rahmen eines weiteren White Papers aufbereiten und die abgeleiteten konkreten Handlungsfelder und Maßnahmen je AIFM-Segment und Branchenteilnehmer im 2. Quartal 2012 präsentieren.

## Wir helfen unseren Kunden, messbare und nachhaltige Ergebnisse zu erzielen

BearingPoint berät Unternehmen und Organisationen aus den Bereichen Commercial Services, Financial Services und Public Services bei der Lösung ihrer dringendsten und wichtigsten Aufgaben. In enger partnerschaftlicher Zusammenarbeit mit dem Kunden definieren BearingPoint-Berater anspruchsvolle Ziele und entwickeln Lösungen, Prozesse und Systeme entlang der gesamten Wertschöpfungskette. Dies bildet die Grundlage für einen außerordentlichen Beitrag zum Geschäftserfolg – und eine außergewöhnliche Kundenzufriedenheit. Seit der Übernahme durch seine Partner im Rahmen eines Management Buy-Out ist BearingPoint eine unabhängige Unternehmensberatung, die Unternehmertum sowie Management- und Technologiekompetenz auf einzigartige Weise vereint. Das Unternehmen beschäftigt rund 3.200 Mitarbeiter in 15 Ländern. Das Unternehmen hat europäische Wurzeln, agiert aber global.

Für weitere Informationen: [www.bearingpoint.com](http://www.bearingpoint.com)

BearingPoint. Management & Technology Consultants

## Kontakte:

### *Deutschland*

Stefan Schütt | Partner | +49 89 54033 7011 | [stefan.schuett@bearingpoint.com](mailto:stefan.schuett@bearingpoint.com)

### *Österreich*

Andreas Unger | Senior Manager | +43 1 50632 6000 | [andreas.unger@bearingpoint.com](mailto:andreas.unger@bearingpoint.com)

### *Schweiz*

Iris Grewe | Partner | +41 43 299 6401 | [iris.grewe@bearingpoint.com](mailto:iris.grewe@bearingpoint.com)

### *Deutschland*

BearingPoint GmbH  
Speicherstraße 1  
60327 Frankfurt am Main

### *Österreich*

BearingPoint GmbH  
Schwarzenbergplatz 16  
1010 Wien

### *Schweiz*

BearingPoint Switzerland AG  
Pfungstweidstraße 60  
8005 Zürich

[www.bearingpoint.com](http://www.bearingpoint.com)