

**Schriftliche Stellungnahme der Deutschen Bundesbank zur Anhörung im Finanzausschuss des deutschen Bundestages zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2014/91/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 23. Juli 2014 zur Änderung der Richtlinie 2009/65/EG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) im Hinblick auf die Aufgaben der Verwahrstelle, die Vergütungspolitik und Sanktionen – BT-Drucksache 18/6744 –**

Der vorliegende Gesetzesentwurf setzt Vorgaben der OGAW-V-Richtlinie (Richtlinie 2014/91/EU) um. Darüber hinaus werden zusätzliche Änderungen im Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) vorgenommen, die vor allem die Regulierung von Kreditfonds in Deutschland betreffen. Nach dem Finanzstabilitätsgesetz obliegt der Deutschen Bundesbank die laufende Analyse der für Finanzstabilität maßgeblichen Sachverhalte sowie die Identifizierung und Bewertung von Risiken für die Finanzstabilität. Die Bundesbank definiert Finanzstabilität als die Fähigkeit des Finanzsystems, seine zentralen gesamtwirtschaftlichen Funktionen zu erfüllen und dies gerade auch in Stresssituationen und Umbruchphasen. Makroprudenzielle Überwachung durch die Deutsche Bundesbank hat das Ziel, systemische Risiken frühzeitig zu erkennen und die Widerstandskraft des Finanzsystems zu stärken. In unserer Stellungnahme gehen wir ausschließlich auf die geplanten Regelungen für Kreditfonds ein und bewerten sie aus makroprudenzieller Sicht.

Aus makroprudenzieller Sicht sollte die Zulassung von Kreditfonds keine Regulierungsarbitrage ermöglichen. Ihre Regulierung muss daher Anreize zur Ausnutzung etwaiger Vorteile insbesondere gegenüber der Regulierung von Banken entgegenwirken. Es sollte deswegen darauf geachtet werden, dass durch eine zusätzliche Kreditvergabe durch Kreditfonds oder eine Verlagerung von Aktivitäten weg von Banken hin zu den Kreditfonds keine zusätzlichen Risiken entstehen. Gleichzeitig müssen aber auch Besonderheiten von Kreditfonds gegenüber dem klassischen Bankengeschäft berücksichtigt werden.

1. Zu der Regulierung von darlehensaufkaufenden Fonds

Der Gesetzesentwurf der Bundesregierung sieht umfassende regulatorische Maßnahmen vor, um die von darlehensvergebenden Fonds ausgehenden Risiken zu minimieren. Insbesondere soll zur Verhinderung von Laufzeitinkongruenzen und damit verbundenen Run-Risiken die Darlehensvergabe nur geschlossenen Spezial-AIF (Spezial-Alternative Investment Fonds) möglich sein. Darüber hinaus enthält der Regierungsentwurf für darlehensvergebende Fonds Mindestdiversifikationsvorgaben (§ 285 Abs. 2 Nr. 3 KAGB-E) sowie eine gesetzliche Begrenzung des möglichen Hebels der Verschuldung (§ 285 Abs. 2 Nr. 1 KAGB-E).

Dagegen sieht der Gesetzentwurf der Bundesregierung keine entsprechenden Regelungen für darlehensaufkaufende Fonds vor. Insbesondere sollen Fonds, die bis zu 100% ihres Wertes in unverbriefte Darlehensforderungen investieren, weiterhin als offene Fonds aufgelegt werden können. Jedoch können bei dem Erwerb von unverbrieften Darlehensforderungen dieselben Laufzeitinkongruenzen und damit verbundenen Run-Risiken wie bei darlehensvergebenden Fonds entstehen. Da sich darlehensvergebende und darlehensaufkaufende Fonds in ihrer Risikolage nicht grundsätzlich unterscheiden, sollte die Regulierung hier materiell angeglichen sein. Für darlehensaufkaufende Fonds ergeben sich bislang Beschränkungen lediglich aus den allgemeinen und deshalb wenig präzisen Vorgaben des § 282 Abs. 2 Satz 2 KAGB, wonach die „[...] Zusammensetzung der Vermögensgegenstände des Spezial-AIF [...] im Einklang mit den für den Spezial-AIF geltenden Regelungen zur Rücknahme von Anteilen oder Aktien stehen“ muss. Diese regulatorische Ungleichbehandlung von darlehensaufkaufenden Fonds gegenüber darlehensvergebenden Fonds sehen wir im Hinblick auf mögliche Finanzstabilitätsrisiken kritisch.

Ist die Konstruktion darlehensaufkaufender Fonds als offene Fonds gewünscht, könnten aus Sicht der Bundesbank alternative Maßnahmen zur Verringerung der Laufzeitinkongruenzen und Run-Risiken erwogen werden. Eine mögliche gesetzliche Regelung steht dabei vor der Herausforderung, Vorgaben für gegebenenfalls sehr heterogene Fondstypen treffen zu müssen. So können einerseits AIF darunter fallen, die ausschließlich risikoarme Darlehenstranchen mit geringer Laufzeit aufkaufen, dabei ihr Exposure diversifizieren und keine Hebel (Leverage) einsetzen. Andererseits könnten jedoch zukünftig auch Fonds darunter fallen, die in wenige großvolumige und illiquide notleidende Kredite investieren. Um einerseits letztgenannte risikoreiche Fonds den Risiken angemessenen Vorgaben zu unterwerfen und andererseits risikoarme Fonds nicht übermäßig einzuschränken, könnte eine gesetzliche Regelung bestehend aus folgenden drei Elementen erwogen werden:

- Erstens könnten Mindest-Kündigungsfristen und Mindest-Abschläge bei einer vorzeitigen Rückgabe der Anteile gesetzlich für alle darlehensaufkaufenden Fonds eingeführt werden, sodass Run-Risiken effektiv begrenzt werden. Beide Elemente werden in der Praxis bereits von verschiedenen Fonds angewendet.
- Um angemessene Vorgaben für risikoreichere Fondskonstruktionen sicherzustellen, könnte (als Präzisierung und Ergänzung des allgemein gültigen § 282 Abs. 2 Satz 2 KAGB) die Verpflichtung eingeführt werden, dass für Fonds über die oben genannten Mindestvorgaben hinausgehende Vorgaben eingehalten werden müssen. Dabei könnte vorgesehen werden, dass die Kündigungsfristen, Abschläge und gegebenenfalls weiteren Einschränkungen bei dem jeweiligen Fonds im Einklang mit seiner Restlaufzeit sowie dem Risiko der aufkaufbaren Darlehensforderungen, dem potenziellen Anlegerkreis, dem Liquiditätsmanagement sowie dem möglichen Hebel stehen müssen. Weitere Präzisierungen könnten in Verwaltungsvorschriften der BaFin erfolgen.
- Schließlich könnte – wie in § 215 Abs. 2 KAGB (Leverage) und § 98 Abs. 3 KAGB (Aussetzung der Rücknahme) – der BaFin die Befugnis gegeben werden, darüber

hinausgehende Kündigungsfristen, Abschläge und ggf. andere Einschränkungen anzuordnen.

Bei darlehensaufkaufenden Fonds könnte darüber hinaus – ähnlich wie bei Verbriefungen – ein verpflichtender Selbstbehalt der Fronting-Bank (eine Bank die im Auftrag des Fonds einen Kredit vergibt und diesen anschließend an den Fonds veräußert) eingeführt werden, um der Entstehung von Fehlanreizen bei der Kreditvergabe durch Fronting-Banken entgegen zu wirken. Dadurch könnte sichergestellt werden, dass die Bank angemessene Kreditvergabe-standards verwendet und so im Interesse des Fonds und damit auch im Interesse seiner Anleger handelt.

## 2. Zu den Ausnahmen für Gesellschafterdarlehen

Für bestimmte Gesellschafterdarlehen soll durch § 285 Abs. 3 KAGB-E das in § 285 Abs. 2 KAGB-E vorgesehene Verbot des Einsatzes von Hebeln (Begrenzung der Kreditaufnahme auf 30% des Kapitals des AIF) aufgehoben werden. Ebenso kann nach § 285 Abs. 3 Satz 2 KAGB-E die Vergabe von Gesellschafterdarlehen bei Vorliegen der in § 285 Abs. 2 Nr. 1 KAGB-E enthaltenen Bedingung auch mehr als 30% des Kapitals des AIF betragen. Dabei ist auch zu berücksichtigen, dass die in § 29 Abs. 5a KAGB-E i.V.m. den künftigen MaRisk an die Darlehensvergabe gestellten Anforderungen, die etwa eine angemessene Aufbau- und Ablauforganisation und Prozesse zur Früherkennung von Risiken vorsehen, für Gesellschafterdarlehen nicht gelten sollen.

Aus der Gesetzesbegründung ergibt sich, dass damit den praktischen Bedürfnissen insbesondere in den Bereichen Private Equity und Venture Capital sowie zur Strukturierung über Zweckgesellschaften Rechnung getragen werden soll. Des Weiteren soll durch die in der Regelung enthaltenen Bedingungen sichergestellt werden, dass die Finanzmarktrisiken, die die Beschränkungen unter Absatz 2 rechtfertigen, hier nicht bestehen oder jedenfalls deutlich verringert sein sollen. Mit Blick auf die in Nr. 1 bis 3 normierten Bedingungen, von denen eine erfüllt sein muss, wird angenommen, dass hinsichtlich der in Nummern 1 (Tochterunternehmen) und 2 (Rangrücktrittsklausel) geregelten Bedingungen die Gefahr eines exzessiven Kreditwachstums und der Regulierungsarbitrage begrenzt sind. Vor diesem Hintergrund können Privatanleger in solche kreditgewährenden AIF investieren.

Mit dem Ziel, dass Finanzmarktrisiken möglichst vermieden werden sollen, wäre aus unserer Sicht vorzuziehen, keine Ausnahmen vom Verbot des Leveraging für Gesellschafterdarlehen vorzusehen oder zumindest die Darlehensvergabe im Rahmen von § 285 Abs. 3 S.2 KAGB-E zu begrenzen. Bei Beibehalten der vorgesehenen Regelung sollte deren Anwendung kritisch überprüft werden.

### 3. Zur Datenlage bei Kreditfonds bei der Ausübung des makroprudenziellen Mandats

Die durch § 34 der OGAW-V-Richtlinie vorgesehene Ausweitung des Millionenkreditmeldeverfahrens nach § 14 KWG ist aus makroprudenzieller Sicht zu begrüßen. Die Gesetzesänderung steht im Einklang mit der Schaffung eines konsistenten Regulierungsrahmens bei Banken, Versicherern und Investmentfonds. Insbesondere die Gleichbehandlung der Gewährung von Gelddarlehen und dem Erwerb von unverbrieften Darlehensforderungen greift den Grundgedanken der identischen Risikolage beider Kreditformen auf und sollte zukünftig auch an anderen Stellen der Regulierung zum Ausdruck kommen (siehe hierzu auch Punkt 1 „Zu der Regulierung von darlehensaufkaufenden Fonds“). Die Möglichkeiten der makroprudenziellen Überwachung der Kreditaktivitäten von AIF werden deutlich verbessert. Durch die Meldung einzelner Kreditpositionen können sich aufbauende Kreditrisiken im Fondssektor gegenüber Kreditnehmern oder Sektoren, beispielsweise im Immobilien- oder Schifffahrtssektor, identifiziert werden. Die vorgesehenen Großkreditmeldungen sind eine notwendige Ergänzung zu den bestehenden Meldeverpflichtungen im KAGB (AIFMD-Berichtswesen) und der Statistik über Investmentvermögen.