



EUROPÄISCHE  
KOMMISSION

Brüssel, den 26.6.2013  
SWD(2013) 231 final

**ARBEITSUNTERLAGE DER KOMMISSIONSDIENSTSTELLEN**

**ZUSAMMENFASSUNG DES BEGLEITENDEN  
FOLGENABSCHÄTZUNGSBERICHTS ZUM**

*Begleitunterlage zum/zur*

**Vorschlag für eine  
VERORDNUNG DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES  
über**

**europäische langfristige Investmentfonds**

{COM(2013) 462 final}  
{SWD(2013) 230 final}

## **1. EINFÜHRUNG**

Die Krise hat die Problematik kurzfristig orientierter Anleger, deren Fokus allein auf einer Gewinnmaximierung liegt, deutlich zutage treten lassen. Dieser Trend geht zu Lasten des eigentlichen Zwecks von Kapitalmärkten: der Finanzierung des Wachstums in der Realwirtschaft.

Es muss darauf hingearbeitet werden, Anreize für Anleger zu schaffen, damit diese durch die Bereitstellung von „geduldigem Kapital“ längerfristig in Vermögenswerte wie Infrastrukturprojekte investieren und nicht allein kurzfristige Gewinne im Blick haben. Bei dieser Art von längerfristigen Investitionen ist eine Rückgabe unter Umständen einige Jahre lang nicht möglich, sie kann jedoch stabile und planbare Renditen liefern. Davon profitiert durch die Bereitstellung finanzieller Mittel für Unternehmen und die Schaffung von Arbeitsplätzen auch die Realwirtschaft.

Für Anleger mit längerfristiger Fondsbindung, zum Beispiel Pensionskassen und Versicherer, könnten längerfristige Investitionen interessant sein. Es stehen jedoch nicht ohne Weiteres Pooling-Mechanismen wie zum Beispiel Fonds zur Verfügung, um diese Entwicklung unter Berücksichtigung der Faktoren Größe, Skalierung und Dauer des Engagements im Bereich der erwünschten langfristigen Investitionen zu fördern. Dies stellt auch ein Hindernis für kleinere Anleger wie KMU und vermögende Privatpersonen sowie für Kleinanleger dar.

In der vorliegenden Folgenabschätzung (FA) wird untersucht, ob die Schaffung eines grenzüberschreitenden Produktrahmens für langfristige Investitionen, so genannte langfristige Investmentfonds (Long-Term Investment Funds, LTIF), die Nachfrage von institutionellen Anlegern und/oder Kleinanlegern nach entsprechenden Vermögenswerten anregen könnte. Diese Arbeit ergänzt das Grünbuch der Kommission über die langfristige Finanzierung der Europäischen Wirtschaft.

## **2. EINGRENZUNG DES PROBLEMS**

### **Problemursachen**

Langfristige Investitionen in Infrastrukturprojekte, die Finanzierung von KMU usw. können über eine Reihe von Finanzierungsinstrumenten erfolgen, zum Beispiel über Beteiligungen und Darlehen. Diesen Instrumenten ist häufig gemeinsam, dass sie nicht übertragbar und illiquide sind und für sie nur ein kleiner oder kein Zweitmarkt vorhanden ist. Investitionen in diese Vermögenswerte können zu Anfang sehr hohe Kapitaleinsätze erfordern. Das kann angesichts der erforderlichen Geldsummen sogar große institutionelle Anleger davon abhalten, sich zu engagieren. Anders als beim Markt für liquide, übertragbare Vermögenswerte, wie z. B. Wertpapiere, gibt es kein Standard-Rahmenwerk für derartige Investitionen. Einige Mitgliedstaaten stellen einzelstaatliche Mechanismen in Form von anerkannten Anlageformen bereit, andere nicht. Diese Fragmentierung verhindert die Entstehung eines Binnenmarktes für Anleger, die in langfristige Vermögenswerte – die häufig eine kalkulierbare Rendite bieten, jedoch von Natur aus illiquide sind – einsteigen möchten.

Das Investieren in langfristige Vermögenswerte, ob nun über Finanzierungsinstrumente oder in Form von Sachwerten, birgt bei unsachgemäßer Verwaltung erhebliche Risiken. Erstens besteht das Risiko, dass Anleger hinsichtlich der Art und Risiken der Vermögenswerte, in die sie investieren, in die Irre geführt werden, weil kein harmonisierter Bezugsrahmen für diese Vermögenswerte existiert. Es besteht Unklarheit hinsichtlich der Identität langfristiger Vermögenswerte, ihrer Risiko- und Renditeprofile und der empfohlenen Haltedauer. Der zweite Risikofaktor hängt mit den Eigenschaften der Vermögenswerte zusammen: Sie sind insbesondere von Natur aus illiquide. Drittens besteht ein Risiko dahingehend, dass die Fonds, die Zugang zu diesen Vermögenswerten bieten, unter Umständen nicht über einschlägiges Fachwissen im Bereich der Auswahl und Beobachtung von Vermögenswerten und zur Abstimmung des Renditeprofils auf die Bedürfnisse der potenziellen Kunden verfügen. Aus diesen Gründen haben sich langfristige Investmentfonds nicht immer planmäßig entwickelt und Anleger sind bereits manches Mal bezüglich der versprochenen Rendite irregeführt worden.

## **Die Probleme**

Es ist festzustellen, dass es keinen einheitlichen, vergleichbaren, grenzüberschreitenden Standard gibt, der festlegt, was ein langfristiger Vermögenswert oder eine langfristige Investition ist, für wen diese geeignet sein könnten und wie sie funktionieren. Im Gegensatz dazu profitiert der grenzüberschreitende Markt für liquide Vermögenswerte von standardisierten Produktregeln gemäß der Richtlinie über Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW). Im europäischen Markt für OGAW-Fonds werden Vermögenswerte in Höhe von 6 350 Mrd. EUR verwaltet.

Diese Faktoren haben zu einer Fragmentierung des Marktes für langfristige Anlageinstrumente in der EU geführt. Dies schreckt Anleger ab, die sich für diesen Markt interessieren, da anders als für OGAW keine einheitliche, erkennbare und regulierte Produktstruktur besteht, die vertrauenswürdig wäre. Durch die Richtlinie für Verwalter alternativer Investmentfonds (Alternative Investment Fund Managers Directive, AIFMD) wird in Kürze ein EU-Pass für Verwalter geschaffen, die grenzüberschreitend Fonds anbieten möchten, die keine OGAW-Fonds sind. Gegenstand der AIFMD-Richtlinie sind jedoch die Verwalter, nicht die Fonds, die diese Verwalter anbieten. Daher werden durch die Richtlinie keine Produktregeln oder -definitionen für die einzelnen Anlageklassen eingeführt. Das erkannte Problem lässt sich daher vermutlich auf diesem Weg nicht lösen. Kleinere Anleger sehen sich vor noch größere Hürden gestellt, da die AIFMD-Richtlinie keinen Verwalter-Pass für die Bereitstellung grenzüberschreitender Publikumsfonds vorsieht, so dass unterschiedliche einzelstaatliche Ansätze fortbestehen werden.

Das hat zu einer Reihe unerwünschter Folgen geführt. Die Kosten für Verwalter liegen nach wie vor höher, als sie sein müssten, denn eine grenzüberschreitende Investitionstätigkeit bedeutet für Verwalter Arbeit in einer Reihe von rechtlichen und produktbezogenen Bereichen in den verschiedenen Mitgliedstaaten. Die Fonds sind kleiner, als sie sein müssten, so dass die kostenmäßige Auswirkung auf Investitionserträge oder -renditen proportional höher ausfällt. Kleinanleger haben keinen Zugang zu Fonds in anderen Mitgliedstaaten, die sie kennen und denen sie vertrauen. Die Kosten bleiben hoch und die Auswahl an Fonds ist beschränkt. Im Ergebnis kommen kleinere Anleger oder Kleinanleger nicht in den Genuss der Diversifizierungsvorteile, die mit einem Zugang zu langfristigen Investitionen einhergehen.

Die Realwirtschaft ist ebenfalls betroffen, da alternative Wege zur Finanzierung langfristigen Wachstums nur eingeschränkt verfügbar sind und Unternehmen daher nach wie vor hauptsächlich auf die Finanzierung durch Banken zurückgreifen müssen, die ihren Schwerpunkt jedoch auf kurzfristige Engagements verlagert haben. Dadurch ist das Kapitalvolumen beschränkt, zu dem Unternehmen über institutionelle Anleger und Kleinanleger Zugang haben. Diese Tatsache drosselt ihre Fähigkeit, langfristig zu investieren und Wachstum und Beschäftigung zum Wohle der Wirtschaft zu schaffen.

### **3. SUBSIDIARITÄTSANALYSE**

Fondsmanager, Investitionsziele und Anleger sind EU-weit zu finden. Da der Sektor der Vermögensverwaltung an sich von grenzüberschreitender Natur ist, hat die derzeitige Fragmentierung des Marktes für langfristige Investitionen dazu geführt, dass dieser Sektor unterhalb seines Effizienzpotenzials arbeitet. Einzelstaatliche Regulierungsansätze, die diese Problematik anzugehen versuchen, sind jedoch naturgemäß auf den jeweiligen Mitgliedstaat beschränkt. Die Regulierung des Produktprofils eines langfristigen Investmentfonds auf einzelstaatlicher Ebene hat dazu geführt, dass sich viele verschiedene Fondssysteme unabhängig voneinander entwickelt haben. Einzelstaatliche Maßnahmen haben die Entwicklung eines EU-weiten Binnenmarktes für Anbieter von langfristigen Investmentfonds für Anleger behindert.

Die Schaffung eines stabilen, grenzüberschreitenden Mechanismus zur Förderung langfristiger Investitionstätigkeit ist wünschenswert und könnte ein Instrument zur Förderung der wirtschaftlichen Erholung darstellen. Die lange Erfahrung mit OGAW lässt darauf schließen, dass EU-weite Produktregeln und Produkthanforderungen einen vielversprechenden Ansatz zur Anregung der Investitionstätigkeit im Bereich der relevanten Vermögenswerte darstellen könnten.

Es sind daher auf europäischer Ebene Maßnahmen zur Schaffung eines Binnenmarktes für langfristige Investmentfonds erforderlich.

### **4. ZIELE**

Die allgemeinen Ziele sind wie folgt: (1) Erhöhung der Mittel für langfristige Finanzierungen in allen Sektoren der Wirtschaft und (2) Steigerung der Kohärenz des Binnenmarktes. Dazu müssen drei konkrete Einzelziele erreicht werden. Diese sind: (1) Verbesserung der Skaleneffekte für die Verwalter langfristiger Investmentfonds, (2) Verbesserungen bei Auswahl und Schutz interessierter Anleger und (3) Steigerung der Investitionsströme hin zu Vermögenswerten mit langfristiger Perspektive.

Um diesbezüglich Erfolge zu verzeichnen, müssen zwei operationelle Ziele erreicht werden: (1) Beseitigung der Hemmnisse, die einem Binnenmarkt für Fonds mit dem Ziel langfristiger Vermögenswerte im Weg stehen, damit sich eine breitere Anlegerschaft bilden kann, und (2) Reduzierung der Möglichkeiten einer irreführenden Vermarktung von langfristigen Anlageinstrumenten.

### **5. POLITIKOPTIONEN**

Um die beiden operationellen Ziele zu erreichen, werden in der Folgenabschätzung sieben Politikoptionen im Hinblick auf Produktregeln und verschiedene Arten von

Anlegern erläutert. Die Bandbreite reicht dabei von der Option, keine Maßnahmen zu ergreifen, bis hin zu Schaffung von Produktregeln für grenzüberschreitende langfristige Investmentfonds, die sowohl institutionellen Anlegern als auch Kleinanlegern offenstehen. Jede Option berücksichtigt dabei beide operationellen Ziele.

Option 1	Keine Maßnahme
Option 2	Entwicklung eines „weichen“ Labels, das jedoch kein Pass ist
Option 3	OGAW, die bereits über einen Pass verfügen, den Einstieg in langfristige Vermögenswerte erlauben
Option 4	Schaffung eines neuen Fonds, eines langfristigen Investmentfonds (LTIF), mit eigenen Portfolio-Regeln für die Klassen von langfristigen Vermögenswerten, die für Investitionen in Frage kommen. Dieser neue LTIF würde nur institutionellen Anlegern offenstehen.
Option 5	Wie Option 4, der Fonds stünde allerdings auch vermögenden Einzelpersonen offen.
Option 6	Der LTIF stünde allen Anlegern offen, auch Kleinanlegern. Dies würde höhere Anforderungen im Bereich des Anlegerschutzes voraussetzen. Um der Langfristigkeit der Vermögenswerte gerecht zu werden, würde es keine Rückgaberechte geben.
Option 7	Wie Option 6, aber einschließlich Rückgaberechten, nach einer anfänglichen Bindungsfrist von beispielsweise drei Jahren.

## 6. BEWERTUNG DER FOLGEN DER AM BESTEN GEEIGNETEN OPTIONEN

Option 1, keine Maßnahmen, ist nicht akzeptabel, da sie nicht zur Lösung des Problems beiträgt.

Option 2 würde nicht-legislative Maßnahmen umfassen, zur Förderung der Konvergenz von Fonds mit dem Ziel langfristiger Investitionen bzw. von Fonds, die als langfristige Investmentfonds vermarktet werden. Dies würde höchstwahrscheinlich die Schaffung eines freiwilligen Produktlabels und Produktkodex voraussetzen. Für Verwalter wäre dies eine Option mit geringen Kosten, sie kann jedoch nur Erfolg haben, wenn die Mitgliedstaaten sich entschlossen, ihre einzelstaatlichen Regelungen im Sinne einer Unterstützung dieser Option zu ändern, daher wird sich das Problem der Fragmentierung auf diesem Wege vermutlich nicht lösen lassen.

Gemäß Option 3 würden OGAW eine begrenzte Anzahl von Vermögenswerten, die sowohl illiquide als auch nicht übertragbar sind, halten dürfen. Das würde Kleinanlegern den Zugang zu langfristigen Vermögenswerten ermöglichen. Auch erhielten unter dieser Option Fonds, die zumindest teilweise auf langfristige Vermögenswerte abzielen, einen Pass. Es würde dabei jedoch das grundlegende OGAW-Prinzip ausgehebelt, dass den Anlegern eine Rückgabe jederzeit möglich ist. Dieses Kriterium hat bisher das Vertrauen der Anleger in OGAW gestärkt. Eine diesbezügliche Änderung würde unter Umständen den Erfolg dieses Instruments untergraben und es könnte Verwirrung dahingehend

entstehen, in welche Arten von Vermögenswerten OGAW investieren dürfen und welche Risiken damit einhergehen. Zudem haben einige Vermögensverwalter ebenfalls ihre Bedenken hinsichtlich einer solchen Änderung kundgetan, da auch sie Sorge haben, dass der Erfolg der OGAW hierdurch unter Umständen gefährdet sein könnte.

Option 4 würde ein LTI-Produkt mit Wiedererkennungswert schaffen, das an institutionelle Anleger in der gesamten EU über einen Pass verkauft werden könnte. Die Regeln würden nach dem Vorbild der OGAW-Regeln erstellt, beispielsweise im Hinblick darauf, welche Vermögenswerte in Frage kämen. Sie würden dann jedoch für Vermögenswerte gelten, die illiquide und langfristiger Natur wären. Dies würde nicht zur Lösung des Problems beitragen, dass kleinere Anleger und Kleinanleger weiterhin von diesen Investitionen ausgeschlossen wären und diese Anlegergruppen somit ihre Portfolios nicht entsprechend diversifizieren oder zum verfügbaren Kapitalpool beitragen könnten.

Option 5 würde den so genannten vermögenden Einzelpersonen (HNWI), bei denen davon ausgegangen wird, dass sie in der Lage sind, höhere Investitionsrisiken in Kauf zu nehmen, Zugang zu diesen Fonds gewähren. Ansonsten ist diese Option mit Option 4 identisch. Während diese Option dazu beitrüge, den verfügbaren Kapitalpool zu erweitern, und mehr Anleger in die Lage versetzt würden, ihre Portfolios weiter zu diversifizieren, sind Kleinanleger mit dieser Option nach wie vor von den potenziellen Vorteilen einer Investition in solche Fonds ausgeschlossen.

Option 6 würde die Einrichtung von Fonds entsprechend Option 4 ermöglichen, ohne Rückgaberechte, die Kleinanlegern in der gesamten EU über einen Pass angeboten werden könnten. Dadurch stünde weiten Anlegerkreisen der Zugang zu solchen Fonds offen und es würde eine Maximierung des potenziell für Investitionen dieser Art zur Verfügung stehenden Kapitalpools erreicht. Um Standards im Bereich des Anlegerschutzes gerecht zu werden, die für Kleinanleger gelten müssen, werden für den Fonds Produktregeln gelten, durch die eine ausreichende Diversifizierung sichergestellt ist, die das Problem von Interessenkonflikten berücksichtigen, eine erhöhte Kostentransparenz gewährleisten und den Einsatz von Fremdkapital beschränken. Dies führt unvermeidlich zu Mehrkosten. Erheblich verbesserte und harmonisierte Produktregeln könnten das Risiko missbräuchlicher Verkaufspraktiken mindern. Das kommt institutionellen Anlegern ebenso zugute wie Kleinanlegern, und wird das Vertrauen in langfristige Vermögenswerte stärken. Dem Fonds eine geschlossene Form zu geben hat den Vorteil, dass Investitionen in alle Arten von langfristigen Vermögenswerten möglich sind, da diese Struktur dem Illiquiditätsprofil dieser Vermögenswerte besser entspricht. Eine solche Lösung hat den Vorteil der Transparenz hinsichtlich des langfristigen Engagements, das beim Investieren in solche Vermögenswerte erforderlich ist.

Option 7 entspricht Option 6, nur sind dabei Rückgaberechte möglich. Rückgaberechte wären bei dieser Option nach einem festgelegten Zeitraum, zum Beispiel nach drei Jahren, verfügbar. Danach hätten die Anleger regelmäßig Zugriff auf ihr Geld. Dies würde der Gefahr entgegenwirken, dass Kleinanleger gegen ihre Interessen an einen Fonds gebunden wären. Eine vollständige Beseitigung dieser Gefahr ist jedoch aufgrund der Illiquidität langfristiger Vermögenswerte nicht gegeben. Diese Option würde darüber hinaus bedeuten, dass Fonds einen Liquiditätspuffer vorhalten müssten, damit sichergestellt ist, dass Rückgabeanträgen immer entsprochen werden kann. Dies würde den Anteil illiquider langfristiger Vermögenswerte in den Fonds verringern, und damit auch die Vorteile der Portfolio-Diversifizierung für die Anleger, ebenso wie sich die für

Investitionen in langfristige Vermögenswerte zur Verfügung stehende Geldmenge reduzieren würde.

### **Entscheidung für eine Option**

Beim Vergleich der Optionen 1 bis 7 scheint auf dieser Basis Option 6 die höchste Wirksamkeit und Effizienz im Hinblick auf die Schaffung einer einheitlichen Definition und eines Abbaus von Hemmnissen im Sinne eines florierenden Binnenmarktes für langfristige Investmentfonds zu bieten. Durch die Einbeziehung von Kleinanlegern werden bisher nicht erschlossene Kapitalquellen zugänglich und die Option wird größere Chancen haben, der Fragmentierung der einzelstaatlichen Märkte entgegenzuwirken. Darüber hinaus wird diese Option aufgrund ihrer Flexibilität – indem Verwaltern die Möglichkeit eröffnet wird, LTIF ohne Rückgaberechte zu vermarkten – eine schnellere und potenziell tiefgreifendere Durchsetzung möglich machen, als es mit Option 7 der Fall wäre. Diese Option ist ein Spiegelbild bestehender Modelle, die in Ländern existieren, in denen Investitionen von Kleinanlegern zulässig sind.

## **7. ÜBERWACHUNG UND ANALYSE**

Die Evaluierung von Gesetzgebungsinitiativen hat für die Kommission einen hohen Stellenwert. Im Fall dieses Regulierungsvorschlags würde sich die Überwachung auf das Wachstum oder die anderweitige Entwicklung eines Marktes für EU-weite langfristige Investmentfonds konzentrieren. Sollte sich nach einem angemessenen Zeitraum kein solcher Markt entwickeln, wären weitere Analysen erforderlich, um zu bewerten, ob die Regulierungsbestimmungen selbst einer Überarbeitung bedürfen.