

Stellungnahme

zur öffentlichen Anhörung im Finanzausschuss des Deutschen Bundestages
zum Gesetzentwurf der Bundesregierung

„Entwurf eines Gesetzes zur Begrenzung der Risiken durch Investmentfonds und zur Umsetzung der Richtlinie (EU) 2024/927 im Hinblick auf Übertragungsvereinbarungen, Liquiditätsrisikomanagement, die aufsichtliche Berichterstattung, die Erbringung von Verwahr- und Hinterlegungsdienstleistungen und die Kreditvergabe durch alternative Investmentfonds sowie zur Umsetzung der Richtlinie (EU) 2024/2994 im Hinblick auf die Behandlung des Konzentrationsrisikos, das aus Risikopositionen gegenüber zentralen Gegenparteien erwächst, und des Ausfallrisikos bei zentral geclearten Derivategeschäften und zur Änderung weiterer Vorschriften (Fondsrisikobegrenzungs-gesetz)“
(BT-Drucksache 21/3510)

Kontakt:

Christian M. Stiefmüller
Senior Adviser, Policy Research & Analysis
Finance Watch AISBL

Rue Ducale 67 b3
B-1000 Brüssel, Belgien

Telefon: +32 475 710 826
Telefax: +32 2 888 6380
e--Mail: christian.stiefmueller.ext@finance-watch.org

Berlin, 26. Januar 2026

A. Zusammenfassung

Der vorliegende Gesetzesentwurf dient der Umsetzung unionsrechtlicher Vorgaben, namentlich der Richtlinien (EU) 2024/927¹ und 2024/2994² in das deutsche Recht. Diese Richtlinien enthalten eine Reihe von Maßnahmen zur Ergänzung und weiteren Vereinheitlichung des unionsrechtlichen Rahmens für Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVG) und zentrale Gegenparteien (*Central Counterparties*, *CCPs*), durch die im Rahmen des Spar- und Investitionsunion (*Savings and Investment Union*, *SIU*) die Leistungsfähigkeit und Stabilität der europäischen Kapitalmärkte verbessert, und die Schaffung eines einheitlichen europäischen Binnenmarktes für Kapital und Finanzdienstleistungen vorangetrieben werden soll.

Die europäische Gesetzgebung zielt auf die Verbesserung der Stabilität und Transparenz der europäischen Fondsmärkte ab und setzt einheitliche Mindeststandards, die sowohl dem Schutz deutscher Anleger als auch der Gewährleistung eines fairen Wettbewerbs unter Fondsanbietern auf europäischer Ebene zugute kommen. Eine konforme Umsetzung in die deutsche Gesetzgebung, wie sie in dem Regierungsvorschlag vorgesehen ist, ist daher grundsätzlich zu begrüßen.

Defizite bestehen allerdings weiterhin in einigen Bereichen, zu denen es auch nach den jüngsten Novellen der einschlägigen europäischen Regelwerke – Richtlinie 2011/61/EU (AIFM-RL) und Richtlinie 2009/65/EG (UCITS-RL) noch Regelungsbedarf gibt. Dazu zählt insbesondere:

- i. die Vereinheitlichung von Definitionen und Berechnungsmethoden für Hebelfinanzierungen bei AIF und OGAW sowie die eventuelle Anpassung der verbindlichen Obergrenzen in Anbetracht aktueller Marktentwicklungen;
- ii. die Ergänzung der neu eingeführten Liquiditätsmanagement-Instrumente für offene Investmentfonds (OGAW und AIF) durch Mindest-Liquiditätsanforderungen und verstärkte Eingriffsrechte der Aufsichtsbehörden;
- iii. die weitere Ergänzung von Berichterstattungsvorschriften und Standardisierung von Daten um die durchgängige Erfassung und Zuordnung von Risiken in komplexen Strukturen und Transaktionen, z.B. bei Private Equity- und Private Debt-Fonds, zu ermöglichen; sowie
- iv. die Schaffung einer gemeinsamen Dateninfrastruktur, die sowohl den zuständigen mitgliedstaatlichen Aufsichtsbehörden als auch den europäischen Aufsichtsbehörden (ESAs) und der Europäischen Zentralbank (EZB) direkten und vollständigen Zugang zu den von Fonds und Fondsverwalter gemeldeten Daten ermöglicht.

¹ Richtlinie (EU) 2024/927 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. März 2024 zur Änderung der Richtlinien 2011/61/EU und 2009/65/EG im Hinblick auf Übertragungsvereinbarungen, Liquiditätsrisikomanagement, die aufsichtliche Berichterstattung, die Erbringung von Verwahr- und Hinterlegungsdienstleistungen und die Kreditvergabe durch alternative Investmentfonds (ABl. L 2024/927, 26 März 2024)

² Richtlinie (EU) 2024/2994 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. November 2024 zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EG, 2013/36/EU und (EU) 2019/2034 hinsichtlich der Behandlung des Konzentrationsrisikos, das aus Risikopositionen gegenüber zentralen Gegenparteien erwächst, und des Ausfallrisikos bei zentral geclearten Derivategeschäften (ABl. L, 2024/2994, 04. Dezember 2024)

B. Anmerkungen zum Gesetzesentwurf

1. Allgemeine Anmerkungen

Leistungsfähige Kapitalmärkte sind eine notwendige, wenngleich nicht die einzige Voraussetzung für eine wettbewerbsfähige Volkswirtschaft. Die EU leidet seit langem daran, daß die Integration der Kapitalmärkte nicht mit anderen Bereichen des EU-Binnenmarktes Schritt gehalten hat. An der Kapitalmarktunion (*Capital Markets Union, CMU*) – nunmehr Spar- und Investitionsunion (SIU) – wird seit fünfzehn Jahren gearbeitet. Angesichts der geänderten geopolitischen Rahmenbedingungen und Herausforderungen des Klimawandels und der digitalen Transformation ist ein starker gemeinsamer Kapitalmarkt unerlässlich und entsprechende Initiativen der EU und großer Mitgliedstaaten wie Deutschland daher grundsätzlich positiv zu beurteilen.

Gleichzeitig muß sichergestellt werden, daß die Stabilität des Finanzsystems durch geeignete regulatorische Rahmenbedingungen gewährleistet bleibt. Die globale Finanzkrise von 2007-09 hat veranschaulicht, wie eine Konzentration von systemischen Risiken in bestimmten Segmenten des Nichtbanken-/ Schattenbankenbereiches (*Non-Bank Financial Intermediaries, NBFIs*)³ – in diesem Fall Verbriefungen und einschlägige Kreditderivate – auf das Finanzsystem übergreifen und zu einer Bedrohung der Finanzstabilität führen kann. Sie hat auch gezeigt, daß die Kapazität der globalen Finanzmärkte zur Absorption von Risiken nicht unbegrenzt ist. Diese Grenzen werden insbesondere durch die Ballung von Risiken in bestimmten Marktsegmenten bzw. bei einzelnen Finanzmarktteilnehmern sowie durch die enge Verflechtung zwischen NBFIs und dem Bankensektor gezogen. Auch heute besteht wieder die Tendenz, Risiken aus den stärker regulierten Sektoren der Finanzwirtschaft, insb. dem Bankenbereich, in den Kapitalmarkt – und damit an NBFIs – auszulagern.⁴ Dabei besteht die Gefahr, daß die Lehren aus der Krise von 2007-09 vernachlässigt werden. Beispielhaft für diese Entwicklung ist die aktuelle Diskussion über eine Belebung des Verbriefungsmarktes in der EU, die durch einen Rückbau des einschlägigen prudentiellen Regelwerkes⁵ ermöglicht werden soll.

Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVG) stellen einen der größten Teilbereiche des NBFi-Sektors dar und spielen eine zentrale Rolle bei der Bündelung von Allokation von Kapital. Das von europäischen KVGs – in der Form von Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW, § 1 Abs. 2 KAGB) und alternativen Investmentfonds (AIF, § 1 Abs. 3 KAGB) – verwaltete Gesamtvermögen betrug zum Jahresende 2024 23.4 Bio. EUR und erreichte damit einen neuen Höchststand⁶. Das starke Wachstum des NBFi-Sektors im Allgemeinen, und des Fondsmarktes im Besonderen, stellt neue Herausforderungen an die Finanzaufsicht. Sowohl die globalen Aufsichtsgremien⁷ als auch die europäischen und mitgliedstaatlichen Aufsichtsbehörden⁸ beschäftigen sich schon seit geraumer Zeit mit angemessenen und notwendigen Anpassungen des aufsichtsrechtlichen Regelwerkes um diesen

³ vgl. z.B. *Finance Watch*, Hidden Risks in NBFi: Mapping Vulnerabilities from Shadow Banking, Bericht, 18. Dezember 2025; *Finance Watch*, Ten Years After: Back to Business as Usual, Bericht, 15. September 2018

⁴ *Finance Watch*, Hidden Risks in NBFi: Mapping Vulnerabilities from Shadow Banking, S. 9-10

⁵ Verordnung (EU) 2017/2402 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 12. Dezember 2017 zur Festlegung eines allgemeinen Rahmens für Verbriefungen und zur Schaffung eines spezifischen Rahmens für einfache, transparente und standardisierte Verbriefung und zur Änderung der Richtlinien 2009/65/EG, 2009/138/EG, 2011/61/EU und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 648/2012 (ABl. L 2017/347, 28. Dezember 2017, S. 35-80 idgF); *Europäische Kommission*, Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Verordnung (EU) 2017/2402 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 12. Dezember 2017 zur Festlegung eines allgemeinen Rahmens für Verbriefungen und zur Schaffung eines spezifischen Rahmens für einfache, transparente und standardisierte Verbriefung, COM (2025) 826 final, 17. Juni 2025

⁶ *European Federation of Fund Management Associations (EFAMA)*, Fact Book 2025 (23rd Edition), 24 June 2025

⁷ *Financial Stability Board (FSB)*, Leverage in Non-Bank Financial Intermediation. Final Report, 09. Juli 2025; *Basel Committee on Banking Supervision*, Banks' Interconnections with Non-Bank Financial Intermediaries, D 598, Juli 2025

⁸ *Europäische Zentralbank (EZB)*, Systemic Risks in Linkages between Banks and the Non-Bank Financial Sector, Financial Stability Review, November 2025; *Deutsche Bundesbank*, Risiken für das deutsche Finanzsystem haben sich erhöht, Pressemitteilung, 25. November 2025

Marktentwicklungen Rechnung zu tragen. Die in den beiden gegenständlichen Richtlinien enthaltenen unionsrechtlichen Maßnahmen folgen in weiten Teilen den Empfehlungen des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (ESRB)⁹ zur Verbesserung der Stabilität und Transparenz des europäischen Fondsmarktes.

2. Beitrag zur Finanzstabilität

a. Einsatz von Fremdkapital und Kreditderivaten (Leverage)

Übermäßiger oder intransparenter Einsatz von Hebelfinanzierungen ist eine Quelle systemischen Risikos und trägt erheblich zur Fragilität des Finanzsystems im Allgemeinen und des NBFİ-Sektors im Besonderen bei. Hoch gehebelte Investmentfonds können Marktrisiken, Liquiditätsrisiken und Kontrahentenrisiken erzeugen oder verstärken, was zu einer Fehlallokation von Ressourcen und zu hohen Verlusten für Marktteilnehmer führen kann.¹⁰ In einer aktuellen Studie stellt die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA)¹¹ fest, dass *„die Verwendung übermäßiger Verschuldung durch Investmentfonds Risiken für die Finanzstabilität mit sich bringen kann. Hebelwirkung kann zur Absicherung von Risiken in Portfolio-Positionen, zur Erhöhung von Engagements und zur Steigerung von Renditen genutzt werden, aber sie kann auch die Belastung des Finanzsystems über zwei Hauptkanäle verstärken: die Liquidation von Positionen und der Ausfall von Gegenparteien.“*¹²

Bei ungünstigen Marktentwicklungen können hoch gehebelte Investmentfonds mit unerwarteten, erheblichen Wertverlusten ihrer Derivatepositionen und als Sicherheiten hinterlegten Anlagen konfrontiert sein, was zu plötzlichen Liquiditätsengpässen führen kann, wenn eine Gegenpartei bzw. ein CCP (*central counterparty*) Nachschußforderungen (*margin calls*) stellt. Diese Nachforderungen können zu Zwangsverkäufen (*fire sales*) durch den Fonds führen, was die Marktvolatilität weiter erhöht und negative Rückkopplungseffekten zur Folge haben kann. Solche systemischen Risiken aus der Liquidierung von Positionen (*position liquidation channel*) traten im September 2022 während der Budgetkrise in Großbritannien deutlich zutage.¹³ Ungünstige Marktentwicklungen können auch zu hohen Verlusten für den Investmentfonds selbst und letztlich zu dessen Zusammenbruch führen. Ein Beispiel für die Ausbreitung systemischer Risiken durch den Ausfall einer Gegenpartei (*counterparty channel*) war im März 2021 der Zusammenbruch von Archegos Capital Management, einer in den USA ansässigen privaten Kapitalverwaltungsgesellschaft (*family office*)¹⁴, welcher in der Folge zu hohen Liquidationsverlusten bei den Gegenparteien – vorwiegend internationalen Investmentbanken – führte und letzten Endes wesentlich zum Zusammenbruch der Credit Suisse-Gruppe im März 2024 beitrug.

⁹ *European Systemic Risk Board, (ESRB)*, Empfehlungen des ESRB zu Liquiditätsrisiken bei Investmentfonds, ESRB/2020/4, 06 Mai 2020 (ABl. C 2020/200, 15. Juni 2020, S. 1-5); *ders.*, Empfehlungen des ESRB zu Liquiditäts- und Hebelfinanzierungsrisiken von Investmentfonds, ESRB/2017/6, 07. Dezember 2017 (ABl. C 2018/151, 30. April 2018, S. 1-52)

¹⁰ *Lehecka, G. / Ubl, E.*, Analyzing the Systemic Risks of Alternative Investment Funds Based on AIFMD Reporting: A Primer, Oesterreichische Nationalbank (OeNB) Financial Stability Report 30, Dezember 2015, S. 62-70

¹¹ *European Securities and Markets Authority (ESMA)*, Risks in UCITS Using the Absolute Value-at-Risk Approach, ESMA50-524821-3660, 24 April 2025

¹² *Financial Stability Board (FSB)*, Leverage in Non-Bank Financial Intermediation. Consultation Report, 18. Dezember 2024, S. 4

¹³ vgl. z.B. *Bouveret, A. / Darpeix, P.-E. / Ferrari, M. / Grill, M. / Molestina Vivar, L. / Okseniuk, D. / Raillon, F. / Schäfer, A. / Schmidt, D.J. / Weistroffer, C.*, Containing Risks Posed by Leverage in Alternative Investment Funds, ESRB Occasional Paper Series Nr. 28, 11. Dezember 2025; *European Systemic Risk Board, (ESRB)*, EU Non-Bank Financial Intermediation (NBFİ) Risk Monitor 2023, S. 27-37; *Chen, R. / Kemp, E.*, Lessons from the United Kingdom's Liability-Driven Investment (LDI) Crisis, International Monetary Fund (IMF) Selected Issues Paper 2023/049, Juli 2023

¹⁴ *European Securities and Markets Authority (ESMA)*, Leverage and Derivatives – The Case of Archegos, ESMA 50-165-2096, Mai 2022

Hohe Hebelfinanzierung bei Investmentfonds wird in der EU in der Regel mit alternativen Investmentfonds (AIF) verbunden¹⁵, für die nach wie vor keine allgemeinen unionsrechtlichen Obergrenzen gelten. Lediglich für kreditvergebende AIFs wurden durch die Richtlinie (EU) 2024/927 Obergrenzen eingeführt, die nun durch den vorliegenden Gesetzesvorschlag in Deutschland umgesetzt werden sollen. Für OGAW gelten zwar Obergrenzen (§ 197 und §§ 206-207 KAGB), dennoch weisen bestimmte Kategorien von "alternativen" OGAW, die Hedgefonds-ähnliche Anlagestrategien verfolgen, teils sehr hohe Hebelung, v.a. durch den Einsatz von Derivaten, auf.¹⁶

Um die Stabilität und Integrität des Finanzsystems sicherzustellen und angemessene Schutzmaßnahmen einzuführen, werden (nur) für kreditvergebende AIF Obergrenzen für Hebelfinanzierungen eingeführt (neuer § 29a Abs. 3 und 5 KAGW), die wiederum davon abhängig sind, ob es sich um offene oder geschlossene AIF handelt. Die Einführung dieser Obergrenzen ist zu begrüßen, aber nicht ausreichend. Die bereits dargestellten systemischen Risiken, die sich mit übermäßiger Hebelfinanzierung – auch durch den Einsatz von Derivaten – ergeben, sind nicht auf kreditvergebende AIF beschränkt, sondern betreffen potenziell auch alle anderen AIF sowie bestimmte Kategorien von "alternativen" OGAW, die Hedgefonds-ähnliche Anlagestrategien verfolgen.¹⁷

Zu begrüßen ist grundsätzlich das Verbot der Vergabe von Krediten durch Investmentfonds mit dem alleinigen Zweck diese an Dritte weiterzuveräußern ("*originate to distribute*") (neuer §29a Abs. 9 KAGB). In diesem Geschäftsmodell kommt es aufgrund von immanenten Informationsasymmetrien immer wieder zu Interessenskonflikten (*principal-agent*-Problem, *agency risk*) und entsprechenden Problemen bei der Preisbildung im Sekundärmarkt für diese Kredite. Allerdings ist anzumerken, daß die Reduktion auf den "alleinigen Zweck" die Umsetzung in der Praxis voraussichtlich eher schwierig gestalten wird, da sich dieses eng gefaßte Kriterium wohl leicht umgehen läßt.

Art. 24 Abs. 2 Buchstabe c. der AIFM-RL (neuer §35 Abs. 1 und 2 KAGB) wurde eingeführt, um den Aufsichtsbehörden umfassendere Informationen, einschließlich des Gesamtbetrags der Hebelwirkung, zur Verfügung zu stellen. ESMA wurde beauftragt, technische Standards zum Umfang, zur Standardisierung, zur Häufigkeit und zum Zeitpunkt dieser erweiterten Meldepflichten zu entwickeln.¹⁸ Es ist zu erwarten, daß die Zuordnung von Fondseingagements durch die neuen Erfordernisse, insbesondere den Ausweis von Legal Entity Identifiers (LEI), International Security Identification Numbers (ISIN) und aufsichtlichen Identifikationsnummern (§ 35 Abs. 1 Satz 3), wesentlich erleichtert und damit auch die Transparenz für Aufsichtsbehörden deutlich verbessert wird.

Die komplexen Hebelfinanzierungen zwischen Fonds, Investoren, Banken und Portfoliounternehmen im Bereich der Private Equity- und Private Debt-Fonds.¹⁹ sind allerdings auch durch diese neue Regelung nicht vollständig erfaßt. In der EU verpflichtet zwar Art. 24 Abs. 4 der AIFM-RL die Verwalter von Fonds, die in erheblichem Umfang Hebelfinanzierungen einsetzen, zur Offenlegung des Gesamtumfangs der eingesetzten Hebelfinanzierungen jedes ihrer Fonds, verlangt jedoch keine konsolidierte oder aggregierte Position der von ihren Portfoliounternehmen aufgenommenen Schulden. Tatsächlich heißt es in Erwägungsgrund 78 der AIFM-RL ausdrücklich, dass insbesondere bei Private-

¹⁵ Bouveret, A. / Ferrari, M. / Grill, M. / Molestina Vivar, L. / Schmidt, D.J. / Weistroffer, C., Leveraged Investment Funds: A Framework for Assessing Risks and Designing Policies, European Central Bank (ECB) Macropprudential Bulletin No. 26, Januar 2025; European Securities and Markets Authority (ESMA), Annual Risk Assessment of Leveraged AIFs in the EU 2024, ESMA50-524821-3642, 24. April 2025

¹⁶ European Securities and Markets Authority (ESMA), Risks in UCITS Using the Absolute Value-at-Risk Approach, ESMA50-524821-3660, 24 April 2025

¹⁷ s. Fußnote 16; idem Financial Stability Committee (FSC) High Level Task Force on Non-Bank Financial Intermediation, Eurosystem Response to EU Commission's Consultation on Macropprudential Policies for Non-Bank Financial Intermediation (NBFi), November 2024

¹⁸ European Securities and Markets Authority (ESMA), Discussion Paper on the Integrated Collection of Funds' Data, ESMA12-2121844265-4904, 23. Juni 2025

¹⁹ Finance Watch, Hidden Risks in NBFi: Mapping Vulnerabilities from Shadow Banking, S. 41-47 mwN

Equity- und Risikokapitalfonds die auf Ebene eines Portfoliounternehmens bestehende Hebelwirkung bei der Berechnung der Hebelwirkung auf Ebene des AIF nicht berücksichtigt werden sollte.

Infolgedessen haben die Aufsichtsbehörden derzeit vielfach keinen ausreichenden Überblick über die Gesamthöhe der in der gesamten Struktur eingesetzten Hebelwirkung. Laut einer aktuellen Studie der Europäischen Zentralbank (EZB)²⁰ machen Direktkredite an Private-Equity-Fonds nur ein Drittel des gesamten Engagements der Banken aus, während sich der Rest etwa gleichmäßig auf Portfoliounternehmen und Fondsinvestoren (z.B. über *net asset value financings* und gehebelte *secondaries funds*) verteilt. Neben konventionellen Darlehen spielen auch Hebelfinanzierungen durch Derivate oder Wertpapierleihe (*synthetic leverage*) hier eine wesentliche Rolle.

b. Liquiditätsmanagement

Damit KVG in der Lage sind, unter angespannten Marktbedingungen dem Rückgabedruck zu begegnen, sollen sie künftig verpflichtet sein, für alle OGAW oder offenen AIF mindestens zwei Liquiditätsmanagement-Instrumente aus den harmonisierten Listen in Richtlinie 2011/61/EU (AIFM-RL) bzw. Richtlinie 2009/65/EG auszuwählen und in die Vertragsbedingungen oder die Satzung des Fonds aufzunehmen (neuer §30a KAGB). Diese Verpflichtung ist grundsätzlich positiv zu beurteilen, da sie den Rückgabedruck in offenen Fonds mindert, und damit die Gefahr von Liquiditätsengpässen und daraus resultierenden Zwangsverkäufen. Allerdings stehen die Auswahl sowie der Einsatz dieser Instrumente nach wie vor weitgehend im Ermessen des Fondsmanagers. Gemäß Art. 16(2h) AIFM-RL ist ESMA beauftragt Leitlinien zur einheitlichen Umsetzung dieser Anforderungen zu erlassen.²¹ Ein ergänzendes aktives Eingriffsrecht der Aufsichtsbehörden wäre in diesem Zusammenhang wünschenswert.

Die Zulässigkeit der Gestaltung von kreditvergebenden Investmentfonds als offene Fonds (neuer § 30 Abs. 3a KAGB) ist insofern zu hinterfragen, da sich solche Fonds sich vorwiegend mit der Vergabe langfristiger, illiquider Kredite beschäftigen, oft auch an riskante Kreditnehmer, z.B. Unternehmen mit geringer Bonität oder Zielobjekte von Leveraged Buy Out-Transaktionen. Da diese Fonds auch nicht denselben Anforderungen wie Banken hinsichtlich Risikostreuung unterliegen²², besteht eine erhöhte Wahrscheinlichkeit von Klumpenrisiken, sodaß diese Fonds durch gehäufte Kreditausfälle leichter in Liquiditätsprobleme geraten könnten, die sich durch die offene Fondsstruktur und den Einsatz von Hebelfinanzierung weiter verstärken können.

c. Risikokonzentration

Wie eingangs erörtert (Abschnitt. B.1.) treten Krisen vor allem dort auf, wo eine Konzentration systemischer Risiken in bestimmten Marktsegmenten oder bei einzelnen systemrelevanten Marktteilnehmern nicht rechtzeitig erkannt und – z.B. durch angemessene aufsichtsbehördliche oder gesetzgeberische Maßnahmen – entschärft werden. Konzentrationsrisiken können dauerhaft sein, beispielsweise aufgrund der Marktstruktur, eines dominanten Marktanteils oder hoher Markteintrittsbarrieren, oder vorübergehend, beispielsweise aufgrund großer Einzelengagements oder des Ausscheidens von Marktteilnehmern. Die Grenzziehung ist schwierig: vorübergehende Konzentrationen können sich verstetigen und somit im Laufe der Zeit strukturell werden; umgekehrt können strukturelle Risikokonzentrationen aufgrund von Marktentwicklungen oder durch aufsichtsrechtliche Eingriffe behoben oder aber lediglich verschoben werden. Wenig überraschend ist,

²⁰ Galbarz, M.-C. / Lobbens, M. / Marquardt, P. / Villarreal Fraile, M. M., Complex Exposures to Private Equity and Credit Funds Require Sophisticated Risk Management, European Central Bank (ECB) Supervision Newsletter, 13. November 2024

²¹ European Securities and Markets Authority (ESMA), Final Report: Guidelines on LMTs of UCITS and open-ended AIFs, ESMA34-1985693317-1160, 15. April 2025

²² Die Obergrenze für Engagements kreditvergebender AIF in Art. 15 Abs. 4a AIFM-RL (neuer § 29a Abs. 3 KAGB) sind auf Kreditengagements gegenüber anderen Finanzunternehmen (Banken, Versicherungsunternehmen, Wertpapierfirmen) sowie anderen Investmentfonds (AIFs und OGAWs) beschränkt.

daß solche vorübergehenden Spitzen am häufigsten in Zeiten von systemischem Stress auftreten. Dies war beispielsweise während der globalen Finanzkrise in einigen Teilen der ABS-, ABCP- und Repo-Märkte der Fall.²³

Voraussetzung für die erfolgreiche Minderung von Konzentrationsrisiko ist eine adäquate Datenlage, die es den Aufsichtsbehörden ermöglicht problematische Entwicklungen rechtzeitig zu erkennen. Datenlücken bestehen insbesondere dort, wo vielschichtige komplexe Beteiligungs- bzw. Finanzierungsstrukturen zwischen Fondsmanagern, den von ihnen verwalteten Fonds, ihren Anlegern, Banken und Portfoliounternehmen bestehen, oder bei der Zuordnung von Derivaten mit zwar offenbar unterschiedlichen Basiswerten, die jedoch indirekt verbunden sind oder stark korrelieren. Folglich sind Risikokonzentrationen für die Aufsichtsbehörden oft schwierig zu erkennen. Die unionsrechtliche Einführung neuer Meldepflichten durch die Richtlinie (EU) 2024/927 (neuer § 35 Abs. 1 und 2 KAGW) erweitert den Umfang der von AIFM zu meldenden Daten, vor allem mit Bezug auf bedeutende Transaktionen und Engagements oder Gegenparteien.

Um die Marktüberwachung durch die Aufsichtsbehörden zu unterstützen und den damit verbundenen Meldeaufwand für AIFM – z.B. durch doppelte Berichterstattung – zu verringern, sollte die Informationsweitergabe unter den Aufsichtsbehörden verbessert werden.²⁴ Die effiziente Weiterverwendung von Daten durch die Aufsichtsbehörden sicherzustellen, sollten die von Fondsmanagern an die zuständigen Behörden gemeldeten Daten anderen zuständigen Behörden, den ESA und dem Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) zugänglich gemacht werden. Ein Mandat zur praktischen Umsetzung dieser Empfehlung des ESRB²⁵ wurde durch Art. 69a AIFM-RL und Art. 20b OGAW-RL der ESMA übertragen, die Ausarbeitung von entsprechenden Leitlinien ist derzeit im Gange.²⁶ Zur Gewährleistung einer einheitlichen Datenlage, die geeignet ist den mitgliedstaatlichen Aufsichtsbehörden die Wahrnehmung ihrer Aufgaben zu erleichtern und eine Harmonisierung aufsichtsrechtlicher Standards und Praktiken sicherzustellen, dürfte allerdings mittelfristig die Einrichtung einer zentralen europäischen Dateninfrastruktur erforderlich sein, wo die von Fondsmanagern bereitgestellten Meldedaten in technisch und semantisch standardisierter Form zur Verfügung gestellt werden.

3. Beitrag zum Anleger- und Verbraucherschutz

Einige der in dem Gesetzesentwurf enthaltenen Maßnahmen kommen auch dem Anleger- und Verbraucherschutz zugute. So wird von der Option in Art. 15 Abs. 4g AIFM-RL Gebrauch gemacht, alternativen Investmentfonds die Kreditvergabe und die Erbringung von Kreditdienstleistungen an Verbraucher zu untersagen (neuer § 16a KAGB). Hier ist grundsätzlich festzuhalten, daß kreditvergebende AIF nicht denselben rechtlichen Vorgaben zur Bewertung und Management von Kreditrisiken unterliegen wie Banken. Die von solchen Fonds bei der Kreditanalyse angewendeten Standards sind zuletzt infolge einiger medial stark beachteter Ausfälle von Unternehmenskrediten in den USA im September 2025²⁷ in die Kritik geraten. Selbst wenn private Kreditnehmer in der EU einschlägige Schutznormen²⁸ in Anspruch nehmen könnten – auf unionsrechtlicher Ebene z.B.

²³ Gorton, G. / Metrick, A., Securitised Banking and the Run on Repo, *Journal of Financial Economics*, vol. 104/3 (2012), S. 425-451

²⁴ *Financial Stability Committee (FSC) High Level Task Force*, Eurosystem Response to EU Commission's Consultation on Macroprudential Policies, November 2024, S. 13-14

²⁵ s. Fußnote 9

²⁶ *European Securities and Markets Authority (ESMA)*, Discussion Paper on the Integrated Collection of Funds' Data, ESMA12-2121844265-4904, 23. Juni 2025

²⁷ *Financial Times*, JP Morgan Warns First Brands Fallout Driving Up Banks' Funding Costs, 20. Oktober 2025

²⁸ Erwägungsgrund 15 zu Richtlinie (EU) 2024/927

Richtlinien (EU) 2023/2225²⁹ und 2014/17³⁰, besteht dennoch ein potenziell erhöhtes Risiko, daß dieses zusätzliche, stark prozyklisch geprägte Kreditangebot zur übermäßigen Verschuldung von privaten Haushalten und Zahlungsengpässen in Zeiten eines Konjunkturabschwunges beitragen könnte. Die Ausübung der Option in der Regierungsvorlage ist daher im Sinne des Verbraucherschutzes zu begrüßen.

Differenzierter zu sehen ist die verpflichtende Einführung von Liquiditätsmanagement-Instrumenten. Zwar ist das Liquiditätsrisiko durch Fristentransformation und Liquiditätsinkongruenzen (*maturity/liquidity mismatches*) nicht nur ein mögliches Risiko für die Finanzstabilität, sondern kann auch Verluste für Anleger nach sich ziehen. Andererseits ist jedoch anzumerken, daß Liquiditätsmanagement-Instrumente auch eine Verschiebung von Risiken zulasten der Anleger im Allgemeinen, und von Privatanlegern im Besonderen, nach sich ziehen können. Beispielsweise besteht die Möglichkeit, daß institutionelle Anleger aufgrund von Informationsvorsprüngen und besserer technischer Ausstattung eher in der Lage sind auf Marktentwicklungen zu reagieren, bevor der Fondsmanager eine Maßnahme trifft. Damit träfen die möglichen nachteiligen Folgen der Maßnahme vor allem Privatanleger. Ergänzend zur Einführung von Liquiditätsmanagement-Instrumenten sollte daher auch die bzw. Anhebung von verbindlichen Mindestanforderungen für Liquiditätsreserven in Erwogen werden. Diese Diskussion wird in der EU derzeit v.a. mit Bezug auf Geldmarktfonds aktiv geführt³¹, sollte aber auch für andere offene AIF in Betracht gezogen werden.

4. Spar- und Investitionsunion

a. Harmonisierung und Binnenmarkt

Ziel der Regierungsvorschläge ist es, durch eine möglichst vorlagegetreue Umsetzung der EU-Richtlinien die Zielsetzung einer Vereinheitlichung der Rechtslage zu fördern sowie Wettbewerbsnachteile für deutsche Marktteilnehmer abzuwenden. Während dem ersten Argument durchaus gefolgt werden kann, sollte das letztere insofern in Frage gestellt werden, als eine Verbesserung des Schutzniveaus auf mitgliedstaatlicher Ebene nicht notwendigerweise Wettbewerbsnachteile nach sich ziehen muß, sofern die Vorteile für Anleger und Marktteilnehmer nachweisbar sind und entsprechend kommuniziert werden.

b. Abgrenzung von anderen Politikbereichen

Vor dem Hintergrund zunehmend volatiler geopolitischer Rahmenbedingungen dürfte unter den EU-Mitgliedstaaten weitgehend Einigkeit bestehen, daß die Schaffung eines funktionierenden Binnenmarktes für Kapital und Finanzdienstleistungen für die Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Wirtschaft und die langfristige Sicherung des Wohlstandes in Europa von wesentlicher Bedeutung ist. Konkrete Vorschläge zur Ausgestaltung dieses Binnenmarktes, z.B. in den Berichten von Letta³² und Draghi³³, und dabei insbesondere die Frage, inwieweit die durch Klimawandel, Digitalisierung und geopolitische Verwerfungen entstehenden wirtschafts-, sozial- und sicherheitspolitischen

²⁹ Richtlinie (EU) 2023/2225 des europäischen Parlaments und des Rates vom 18. Oktober 2023 über Verbraucherkreditverträge und zur Aufhebung der Richtlinie 2008/48/EG (ABl. L 2023/2225, 30. Oktober 2023)

³⁰ Richtlinie (EU) 2014/17 des europäischen Parlaments und des Rates vom 04. Februar 2014 über Wohnimmobilienkreditverträge für Verbraucher und zur Änderung der Richtlinien 2008/48/EG und 2013/36/EU und der Verordnung (EU) Nr. 1093/2010 (ABl. L 2014/60 vom 28 Februar 2014, S. 34-85 idgF)

³¹ *European Systemic Risk Board, (ESRB)*, Empfehlung des ESRB zur Reform der Geldmarktfonds, ESRB/2021/9, 02. Dezember 2021 (ABl. C 2022/129, S. 1-10)

³² *Letta, E.*, Much More Than a Market: Speed, Security, Solidarity. Empowering the Single Market to Deliver a Sustainable Future and Prosperity for All EU Citizens, Bericht an den Europäischen Rat, April 2024

³³ *Draghi, M.*, The Future of European Competitiveness, Bericht an die Europäische Kommission, September 2024

Herausforderungen mit Hilfe der privaten Kapitalmärkte bewältigt werden können³⁴, sind jedoch derzeit noch Gegenstand der politischen Diskussion.

Damit einhergehend muß auch die Frage verhandelt werden, welche Rolle den privaten Kapitalmärkten bei der Wahrnehmung von Aufgaben der Daseinsvorsorge (z.B. Energieversorgung, Bereitstellung von Verkehrsinfrastruktur, Gesundheitsversorgung) beigemessen wird. Hier handelt es sich nicht nur um langfristige Investitionsvorhaben für die Kapital aufgebracht werden muß, sondern um öffentliche Leistungen, deren Erbringung mit wesentlichen gesellschafts-, sicherheits- und demokratiepolitischen Erwägungen verknüpft ist und wo alternative Modelle (z.B. kommunale oder genossenschaftliche Trägerschaft) und Instrumente z.B. der Fiskalpolitik zur Verfügung stehen. Angesichts der Tragweite von Investitionsentscheidungen in diesem Bereich, die über rein finanztechnische Erwägungen – und damit auch den Regelungsbereich der Finanzmarktgesetzgebung – hinausgehen, wäre ein möglichst breiter politischer Konsens, sowohl auf europäischer als auch auf mitgliedstaatlicher Ebene wünschenswert.

³⁴ *Finance Watch*, Europe's Coming Investment Crisis: Capital Markets Can Only Match a Third of EU's Essential Needs, Bericht, 16. Juli 2024