

Lutz Boxberger / Christian Schnabel

CRR II: Eigenmittelanforderungen an Kreditinstitute bei Investitionen in Alternative Investmentfonds

Alternative Investmentfonds wie Private-Equity- oder Infrastrukturfonds werden vor dem Hintergrund des zementierten Niedrigzinsumfelds zusehends zu einem unverzichtbaren Baustein jeder langfristig angelegten institutionellen Depot-Anlagestrategie von inländischen Kreditinstituten. Grund dafür ist, dass sie im Allgemeinen eine geringere Korrelation zu den Aktienmärkten aufweisen, einen gewissen Inflationsschutz bieten und nachweislich stabile Renditen über mehrere Konjunkturzyklen erbracht haben.

Im Folgenden wird die Behandlung der Investition eines Instituts in einen geschlossenen Alternativen Investmentfonds nach Maßgabe der Capital Requi-

nes deutschen Instituts nicht zu einem Abzug von den aufsichtsrechtlichen Eigenmitteln führen sollten,²⁾ und schließlich der OGA keine mit besonders hohen Risiken verbundene Anlage im Sinne des Art. 128 CRR II darstellen sollte.

Messlatte deutlich höher

Mit Einführung der CRR II und der damit einhergehenden Abschaffung des Portfolioansatzes gemäß Art. 132 Abs. 1 CRR I legt der Verordnungsgeber die Messlatte für die Ermittlung des regulatorischen Kapitalbedarfs eines Kreditinstituts nach Maßgabe des Standardansatzes erheblich höher. Entsprechend wird auch die Er-

sogenannten Transparenzansatz gemäß Art. 132a Absatz 1 CRR oder den mandatsbasierten Ansatz gemäß Art. 132a Absatz 2 CRR anwenden, als die Bedingungen des Art. 132 Abs. 3 CRR erfüllt sind. Der neu eingefügte Art. 132a beschreibt die Berechnungsmethodik des Transparenzansatzes und des mandatsbasierten Ansatzes.

Nach Art. 132 Abs. 1 CRR können Institute den risikogewichteten Positionsbetrag ihrer Risikopositionen in Form von Anteilen an OGA berechnen, indem sie die gemäß Art. 132 Absatz 2 Unterabsatz 1 CRR ermittelten risikogewichteten Positionsbeträge der Risikopositionen eines OGA mit dem Prozentsatz der von dem betreffenden Institut gehaltenen Anteile multiplizieren. Nach Art. 132 Abs. 2 Unterabsatz 1 CRR dürfen die Institute den Transparenzansatz nach Maßgabe des Art. 132a Abs. 1 CRR oder den mandatsbasierten Ansatz nach Maßgabe des Art. 132a Absatz 2 CRR anwenden, sofern die Bedingungen nach Art. 132 Abs. 3 CRR erfüllt sind – Näheres dazu nachfolgend.

„Die Ermittlung des regulatorischen Kapitalbedarfs wird deutlich komplexer.“

rements Regulation (CRR II) vom 20. Mai 2019 erläutert.¹⁾ Wesentliche Änderungen durch die CRR II sind am 28. Juni 2021 in Kraft getreten, einschließlich der geänderten Regelungen des Standardansatzes zur Ermittlung des Kreditrisikos im Zusammenhang mit Anlagen in Alternativen Investmentfonds.

Für die nachfolgenden Ausführungen wird angenommen, dass der Alternative Investmentfonds die Tatbestandsmerkmale des Art. 4 Abs. 1 Buchst. a) AIFMD (Richtlinie 2011/61/EU) für eine Qualifizierung als „AIF“ erfüllt und somit als „OGA“ gemäß Art. 4 Abs. 1 Nr. 7 CRR einzuordnen ist. Ferner, dass Anteile an dem Fonds (nachfolgend OGA) auf Ebene ei-

mittlung deutlich komplexer. Mit den Änderungen durch die CRR II wird durch den novellierten Art. 128 CRR zunächst sichergestellt, dass Positionen in Form von Anteilen an einem OGA – mithin Alternativen Investmentfonds, siehe Annahme oben – nicht als mit besonders hohem Risiko verbundene Positionen gelten.

Ferner sieht Art. 132 CRR nunmehr vor, dass die neuen allgemeinen Grundsätze und Anforderungen Berücksichtigung finden, die der Berechnung der Eigenmittelanforderungen für Risikopositionen in Form von Anteilen an OGA für Institute zugrunde liegen, die den Standardansatz für das Kreditrisiko anwenden. Mit anderen Worten dürfen Institute insoweit den

Dachfonds benachteiligt

Insoweit sieht Art. 132a Abs. 1 und Abs. 2 CRR eine Hierarchie der beiden Ansätze vor. Institute, die weder den Transparenzansatz noch den mandatsbasierten Ansatz anwenden (können), müssen ihren Positionen in Form von Anteilen an OGA ein Risikogewicht von 1250 Prozent (sogenanntes Ausweichkonzept) zuweisen.³⁾ Das aber käme einer vollständigen Kapitalunterlegung eines Fondsinvestments gleich und stellt somit für die Institute keine Option dar.

Wichtigste Voraussetzung für eine kapitalschonende Abbildung eines OGA im Eigenbestand eines Kreditinstituts ist nunmehr also größtmögliche Transparenz. Das führt auch dazu, dass beispielsweise Brücken- und Hebelfinanzierungen auf Ebene des OGA erstmalig zwingend Berücksichtigung finden. Kommen Dachfonds zum Einsatz, so muss eine Aufdeckung etwaiger Fremdfinanzierungen in der Erwerbsskette sowohl für Dach- als auch für Zielfonds erfolgen. Insoweit ist die Intention des Ordnungsgebers zur weitestmöglichen Transparenzbildung klar nachvollziehbar. Nicht berücksichtigt wurden hingegen einmal mehr risiko-

Verfügt ein Institut über keine ausreichende Datenlage zur Berechnung des risikogewichteten Positionsbetrags der Risikopositionen eines OGA gemäß den in Art. 132a CRR festgelegten Ansätzen (Transparenz- beziehungsweise mandatsbasierter Ansatz), besteht nach Maßgabe des Art. 132 Abs. 4 CRR die Möglichkeit, diese auf die Berechnungen Dritter zu stützen. Dabei muss es sich um die Verwahrstelle (vornehmlich im Fall von Organismen für die gemeinsame Anlage in Wertpapiere, OGAW) oder die Verwaltungsgesellschaft (AIFM) des OGA handeln. Der Dritte hat die Berechnung gemäß den Ansätzen nach Art. 132a Abs. 1,

„Risikomindernde Diversifikation und die Kosten der Regulierung wurden einmal mehr nicht berücksichtigt.“

mindernde Diversifikation, welche insbesondere bei Dachfondskonstrukten besonders ausgeprägt ist, und die hohen Kosten der Regulierung. Dies kann als Benachteiligung von sehr granularen Investitionen, wie sie gerade Dachfonds regelmäßig bieten, gewertet werden.

Die Anwendung des Transparenzansatzes setzt voraus, dass es sich bei dem OGA um einen AIF handelt, der von einem nach Art. 6 der Richtlinie 2011/61/EU zugelassenen EU-AIFM verwaltet wird,⁴⁾ mithin von einer volllizenzierten Kapitalverwaltungsgesellschaft, die der Finanzaufsicht im Sitzstaat unterliegt. Ferner müssen die Emissionsdokumente des OGA Angaben zu den Kategorien von Vermögenswerten, in die der OGA investieren darf, sowie Anlagehöchstgrenzen und die Methoden zu ihrer Berechnung⁵⁾ enthalten.

Gleichfalls muss die Berichterstattung des OGA respektive der Kapitalverwaltungsgesellschaft eine Granularität der Finanzinformationen enthalten, die das Institut in die Lage versetzt, den risikogewichteten Positionsbetrag des OGA nach dem Transparenzansatz zu berechnen. Ferner werden die zugrunde liegenden Risikopositionen durch einen unabhängigen Dritten geprüft.

2 beziehungsweise 3 CRR durchzuführen, und ein externer Dritter (in der Regel der Wirtschaftsprüfer) hat die Richtigkeit der Berechnungen zu bestätigen.

Berechnungen auf Basis Dritter

Malus dieser Vereinfachungsregelung ist allerdings, dass Institute, die sich dergestalt auf die Berechnungen Dritter stützen, den aus diesen Berechnungen resultierenden risikogewichteten Positionsbetrag der Risikopositionen eines OGA grundsätzlich mit dem Faktor 1,2 (sogenannter Intransparenzaufschlag) zu multiplizieren haben. Allerdings findet abweichend hiervon der Faktor 1,2 keine Anwendung, wenn das Institut uneingeschränkter Zugriff auf die detaillierten Berechnungen der Verwahrstelle respektive der Verwaltungsgesellschaft des OGA hat. Im Übrigen sind diese Berechnungen durch das Institut der zuständigen Aufsichtsbehörde auf Anfrage zur Verfügung zu stellen.⁶⁾

Soweit Institute über keine ausreichenden Informationen über die einzelnen zugrunde liegenden Risikopositionen des OGA verfügen, um den Transparenzansatz anwenden zu können, dürfen Institu-



Lutz Boxberger

Managing Director Structuring,
Golding Capital Partners, München



Christian Schnabel

Managing Director, Head of Product Finance,
Golding Capital Partners, München

Alternative Investmentfonds werden im derzeitigen Kapitalmarktumfeld zum unverzichtbaren Baustein im Depot A von Kreditinstituten. Die Einführung von CRR II hat aber erhebliche Implikationen im Zusammenhang mit den Eigenkapitalanforderungen für solche Anlagen, und der verlaubliche Entwurf der CRR-III-Novelle könnte weitere Herausforderungen mit sich bringen. Einerseits steigt der regulatorische Kapitalbedarf, wengleich in unterschiedlichem Maße je nach Art des Fonds und seiner Portfoliopositionen. Andererseits wird die Ermittlung des Kapitalbedarfs erheblich komplexer, weil nun eine vollständige Durchschau auf sämtliche Risikopositionen verlangt wird. Davon sind insbesondere Dachfondskonstruktionen betroffen. Die Autoren kommen zu dem Ergebnis, dass der erhöhte Kapitalbedarf verkräftbar ist und die Vorteile Alternativer Investmentfonds nicht aufwiegt. Bei der Einhaltung der neuen Regularien sehen sie die Verwaltungsgesellschaften in der Rolle des Bindeglieds zwischen dem Transaktionsgeschäft und den Instituten. (Red.)

te den risikogewichteten Positionsbetrag dieser Risikopositionen gemäß der im Mandat, im Gesellschaftsvertrag oder im Emissionsdokument, des OGA verbindlich und dezidiert festgelegten Höchstgrenzen berechnen.⁷⁾ Dabei sieht der Regulator vor, dass die Institute die Berechnungen für den mandatsbasierten Ansatz unter der Annahme durchzuführen haben, (i) dass der jeweilige OGA zunächst bis zu der nach den Anlagebestimmungen zulässigen Höchstgrenze in Risikopositionsklassen mit der höchsten Eigenmit-

Abbildung 1: Risikopositionen und ihre Risikogewichte

Risikoposition	Risikogewicht
Mit besonders hohen Risiken verbundene Positionen	150%
Beteiligungspositionen	100%
Risikopositionen gegenüber Instituten	mindestens 20%
Risikopositionen gegenüber Unternehmen (ohne Bonitätsbeurteilung einer anerkannten Ratingagentur)	100%
Risikopositionen gegenüber Unternehmen (mit Bonitätsbeurteilung einer anerkannten Ratingagentur)	20 bis 150%
Nicht durchschaubare Fondspositionen	1250%

Quelle: Golding Capital Partners

telanforderung und dann in andere Investments in absteigender Reihenfolge (das heißt mit den jeweils nächsthöheren Eigenkapitalanforderungen) investiert, bis die maximale Gesamthöchstgrenze für Risikopositionen erreicht ist, und (ii) dass der jeweilige Teilfonds eine Verschuldung bis zur seiner nach den Anlagegrenzen zulässigen Höchstgrenze eingeht.⁸⁾

Vermittlerrolle für Verwaltungsgesellschaften

In diesem Zusammenhang sind die Verwaltungsgesellschaften der OGA mehr denn je gefordert, durch ein deutlich erweitertes CRR-Reporting als Bindeglied zwischen dem häufig sehr individuellen Transaktionsgeschäft im Rahmen von Privatmarkttransaktionen und den regel-

gewichten zu rechnen, als dies unter der CRR I der Fall war. Je nach Zusammensetzung und Komplexität der Portfolios steigen die Risikogewichte nach ersten Quartalsberechnungen durchschnittlich um bis zu 40 Prozent im Segment Infrastruktur und um bis zu 80 Prozent im Segment Buyout.

Für Private Debt ist eine pauschale Prognose wegen der Individualität der Transaktionen, der hohen Vertraulichkeitsstandards und der teils komplexeren Fondsstrukturen bis dato nur schwer möglich. Klassische, nicht gehebelte Fonds im Senior-Direct-Lending-Segment dürfen mehrheitlich Risikogewichte im Bereich von 100 bis 150 Prozent aufweisen, in Einzelfällen, insbesondere bei komplexeren Strategien sind hierbei Risikogewichte von über 300 Prozent nicht auszu-

„Das Klassenziel bleibt, einen Vollabzug vom Eigenkapital zu vermeiden.“

mäßig standardisiert arbeitenden Kreditinstituten zu dienen. Um dieser Rolle gerecht zu werden, werden Verwaltungsgesellschaften nicht umhinkommen, den Transparenzansatz gemäß Art. 132a Abs. 1 CRR II für ihre OGA zu implementieren und neben der Ermittlung eines risikogewichteten Positionsbetrags unter voller Durchschau eine Prüfung sowie die Offenlegung der Berechnung zu organisieren.

Das (realistische) Klassenziel bleibt nach wie vor, einen Vollabzug vom Eigenkapital zu vermeiden. Gleichwohl ist mit volatileren und regelmäßig höheren Risiko-

schließen. Spätestens mit Einführung der CRR II ist es für Institute daher notwendig, vor der Investitionsentscheidung das regulatorische Kapital, das voraussichtlich während der Fondslaufzeit vorzuhalten ist, fundiert zu prognostizieren.

Aufgrund des regelmäßig illiquiden Charakters alternativer Anlagen mit Laufzeiten von oftmals mehr als zehn Jahren ist ein Fehler bei der Investmentprüfung durch die Institute ohne Mitwirken der Verwaltungsgesellschaften nur schwer zu korrigieren. Kann beispielsweise die erforderliche Transparenz nicht hergestellt

werden oder wird Hebelfinanzierung auf Fondsebene nicht erkannt, wird das regulatorische Kapital der Institute über die Maßen belastet, der Return on Regulatory Capital sinkt entsprechend.

Vollständige Durchschau auf alle Risikopositionen

Wenn die vorgenannten Bedingungen nach Art. 132 Abs. 3 CRR II in Bezug auf den Fonds erfüllt sind, muss ein Institut – soweit es über ausreichende Informationen über die einzelnen zugrunde liegenden Risikopositionen des OGA verfügt – den risikogewichteten Positionsbetrag des OGA mittels Durchschau auf die dem OGA zugrunde liegenden Risikopositionen (das heißt die Zielinvestments des OGA) berechnen. Dabei ist die Risikogewichtung aller zugrunde liegenden Risikopositionen des OGA (lies Fonds) so vorzunehmen, als würden sie direkt von diesem Institut gehalten.⁹⁾ Dabei gelten für die folgenden Risikopositionen typischerweise die in Abbildung 1 dargestellten Risikogewichte:

Im Kontext eines (Dach-)Fondsinvestments bedeutet die Anwendung des Transparenzansatzes insbesondere dreierlei:

1. Fonds werden, wo immer möglich, vollständig in ihre (mittelbar) gehaltenen Portfoliobestandteile zerlegt und mit individuellen Risikogewichten belegt; für Dachfondskonstrukte erfolgt die Zerlegung sowohl auf Dach- als auch auf allen Zielfondsebenen.
2. Die so ermittelten risikogewichteten Positionsbeträge werden quartalsweise durch eine renommierte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft geprüft und
3. die Berechnungsgrundlage wird quartalsweise gegenüber den Instituten offengelegt.

Datenerhebung potenziell herausfordernd

Die vollständige Durchschau durch Fondsportfolios stellt Asset Manager vor be-



sondere Herausforderungen. Im Segment der illiquiden Privatmarktinvestitionen kann man nämlich – anders als bei einem Wertpapier – nicht einfach mittels Eingabe einer ISIN bei Marktdatenanbietern stark standardisierte Datensets zu Emittent und Instrument samt häufig tagesaktueller Kurse beziehen. Vielmehr sind die Privatmärkte zurzeit regelmäßig noch von Individualität und Vertraulichkeit geprägt. Nicht selten nehmen daher Verwaltungsgesellschaften und Anlagebera-

ter die Rolle des Brückenbauers zwischen den Investmentteams der Fonds auf der einen und den Instituten auf der anderen Seite ein.

gerate gesamte Bilanz eines Fonds zerlegt werden (man denke an das Aufdecken etwaiger Bridge- und Leverage-Finanzierungen). Es sind auch Stammdaten so anzureichern, dass Emittenten und Instrumente in ein standardisiertes CRR-Raster überführt werden können.

Für Dachfonds bedeutet dies, dass unter Umständen mehrere Tausend Datensätze auf monatlicher oder quartalsweiser Basis verarbeitet werden müssen. Mittler-

weise treten Dienstleister am Markt auf, die mithilfe künstlicher Intelligenz aus sehr unstrukturierten Berichten im PDF-Format sehr strukturierte und damit automatisch weiterverarbeitbare Daten extrahieren. Zwar liegen die Fehlerraten solcher Werkzeuge derzeit häufig noch über 25 Prozent, jedoch sind von Quartal zu Quartal Verbesserungen der Algorithmen zu beobachten.

Nach entsprechender CRR-II-induzierter Anreicherung der Daten sind den Einzeltransaktionen Risikogewichte zuzuordnen, die schließlich zur Ermittlung der RWA herangezogen werden. Eine vereinfachende Vermögensaufstellung eines Infrastruktur-Zielfonds mit drei Transaktionen ist in Abbildung 2 dargestellt.

angesehene Prüfungsgesellschaft be-scheinigen zu lassen. Entsprechend wird typischerweise eine umfangreiche Dokumentation zu den einzelnen Risikopositionen samt Referenzen zu den einzelnen Datenquellen aufgebaut.

Zur Vermeidung des oben erwähnten 20-prozentigen „Intransparenz-Aufschlags“¹⁰⁾ wird regelmäßig die den Prüfern übergebene umfangreiche Berechnungsgrundlage auch gegenüber den Instituten offengelegt, um eine valide Argumentationsgrundlage für die nachvollziehbare Herleitung des risikogewichteten Positionsbetrags herzustellen. Mittels dieses ergänzend zum CRR-Reporting quartalsweise übersandten Datenpakets lassen sich sowohl die Risikogewichte je „Portfolio-line“ als auch der risikogewichtete Positionsbetrag insgesamt nachvollziehen.

Gerade wenn Institute mit mehreren Managern ihre Zielquoten für alternative Anlagen abdecken, ist der Aufwand für Vereinheitlichung und Auswertung dieser Daten nicht zu unterschätzen. Ein Standard zum Datenaustausch, etwa in Form von Templates, wie sie in der Versicherungswirtschaft seit Jahren zum Einsatz kommen, könnte diesen Aufwand verringern. Ein weiterer Lösungsansatz kann die Vergabe von Multiassetmandaten an nur einen Manager sein (vergleichbar einer Master-KVG), der seinerseits eine weitgehende Standardisierung der Daten vornimmt.

„Verwaltungsgesellschaften und Anlageberater nehmen die Rolle des Brückenbauers ein.“

Insbesondere kleinere Institute können und wollen es sich nicht leisten, diesen erhöhten und mit erheblicher Individualität einhergehenden Aufwand in den in der Gesamtbetrachtung kleinteiligen Alternativen Investmentportfolios mitzugehen. Dies nicht zuletzt, weil Alternative Investments (noch) selten mehr als fünf Prozent der Bilanzsumme der Institute ausmachen. Besonders herausfordernd für Verwaltungsgesellschaften ist die Unterstützung des Transparenzansatzes bei international investierenden Dachfonds. Dem Asset Manager kommt hierbei die Aufgabe zu, aus sehr heterogenen Zielfondsreports aus verschiedenen Teilen der Welt ein CRR-II-konformes Berichtspaket in revisionsgerechter Güte zu erstellen, um die Anlageklassen Private Debt, Infrastruktur und Private Equity für mittelständische Kreditinstitute investierbar zu halten.

Verwaltungsgesellschaften sind gehalten, die so durchgeführte korrekte Ermittlung des risikogewichteten Positionsbetrags quartalsweise durch eine

Offene Einzahlungsverpflichtung

Institute geben gegenüber OGA zum Zeitpunkt der Investition eine Zeich-

Offene Einzahlungsverpflichtung

Institute geben gegenüber OGA zum Zeitpunkt der Investition eine Zeich-

Schlüsselrolle für die IT

Um dies sicherzustellen, sind consequente Investitionen sowohl in Inhouse-Teams als auch in die Optimierung der IT-Landschaft erforderlich. Denn in einem mehrstufigen Datenerfassungs- und Qualitätssicherungsprozess muss nicht nur die

Abbildung 2: Beispielhafte vereinfachende Vermögensaufstellung

Emittent	Klassifikation	Instrument	Buchwert	RW	RWA
Emittent 1	Brownfield	EK	100	100%	100
Emittent 2	Greenfield	EK	100	150%	150
Emittent 2	Greenfield	FK	100	100%	100
Emittent 3	Brownfield	EK	100	100%	100
Bank 1	N/A	Cash	2	20%	0,4
Bank 2	N/A	Kreditlinie	-40	N/A	
		NAV ZF	362	RWA ZF	450,4

Quelle: Golding Capital Partners

nungsverpflichtung in Höhe ihres beabsichtigten Anlagevolumens ab. Die Verwaltungsgesellschaft des OGA wird den Betrag der jeweiligen Zeichnungsverpflichtung eines Instituts grundsätzlich nicht auf einmal, sondern anteilig in Höhe eines bestimmten Prozentsatzes der Zeichnungsverpflichtung sukzessive abrufen. Dadurch bleibt bis zur Höhe der noch nicht abgerufenen Zeichnungsverpflichtung eine sogenannte offene Zeichnungsverpflichtung bestehen (sogenannte Draw-Down-Funds).

Die offene Zeichnungsverpflichtung gegenüber einem OGA sollte nach unserer Auffassung als außerbilanzielles Geschäft mit einem mittleren Kreditrisiko i. S. v. Art. 111 Abs. 1 in Verbindung mit Anhang I Abs. 2 Buchst. b Nr. ii der CRR II einzustufen sein.

Somit sollte eine gegenüber dem OGA bestehende offene Zeichnungsverpflichtung bei der Ermittlung des Risikopositionswerts mit einem Konversionsfaktor von 50 Prozent des auf eine Beteiligung an dem OGA nach Art. 132c Abs. 1 CRR II zu berechnenden Risikogewichts zu multiplizieren sein. Verwenden Institute einen der Ansätze nach Art 132 (a) CRR II, so ist der Risikopositionswert „für die außerbilanzielle Risikoposition in OGA“ mittels nachfolgender Formel zu ermitteln:

$$RW^*_i = \frac{RWAE_i}{E^*_i} \times \frac{A_i}{EQ_i}$$

dabei gilt:

- RW^*_i = das Risikogewicht
- i = der Index, der den OGA bezeichnet
- $RWAE_i$ = der nach Artikel 132a für einen OGA_i berechnete Wert
- E^*_i = der Risikopositionswert der Risikopositionen des OGA_i
- A_i = der Buchwert der Vermögenswerte des OGA_i
- EQ_i = der Buchwert des Eigenkapitals des OGA_i

Zerlegt man die Formel in ihre Bestandteile, so zeigt sich, dass der Verordnungsgeber hierbei mit sehr einfachen Annah-

men für Draw-Down-Funds arbeitet. Der erste Term „RWAE/E“ unterstellt, dass der noch nicht abgerufene Teil der Zeichnungsverpflichtung mit identischem Risikoprofil wie der bereits abgerufene Teil angelegt wird. Dem zweiten Term „A/EQ“ liegt die Annahme zugrunde, dass etwaige Fremdfinanzierungslevel in der

die Aufnahme weiterer Kredite ein Investitionsvolumen von 500 erreicht oder zumindest ermöglicht würde.

Eine weitere Besonderheit ergibt sich erneut für Dachfondskonstrukte, bei der offene Zeichnungsverpflichtungen auf mehreren Ebenen, nämlich für Dach-

„Die Auswirkungen auf den Kapitalbedarf bleiben verkräftbar und heben die Vorteile von Investitionen in OGA nicht auf.“

Fondsstruktur ebenfalls mit zunehmenden Einzahlungen konstant bleiben. Kritisch anzuführen ist, dass an dieser Stelle nicht zwischen Hebelfinanzierung zur Erhöhung der Investitionsquote und kurzfristigen Brückenfinanzierung zur Vorfinanzierung von Kapitalabrufen unterschieden wird.

Diese Nuance ist in der Praxis gerade für junge Fonds mit niedrigen Abrufständen bedeutsam, da sich solche Brückenfinanzierungen bei vielen Fondsmanagern während der Investitionsphase großer Beliebtheit erfreuen. Das in Abbildung 3 angeführte Beispiel, in dem eine Situation jeweils mit und ohne Brückenfinanzierung zur Vorfinanzierung von Kapitalabrufen („Draw-Downs“) dargestellt wird, verdeutlicht diesen Effekt.

Fehlende notwendige Klarheit

Berücksichtigt man dabei, dass die temporär hoch anmutende Brückenfinanzierung regelmäßig nur durch Abrufe bei Investoren zurückgeführt werden kann, also indem ein Tausch zwischen außerbilanzieller und bilanzieller Position durchgeführt wird, wird klar, dass der hieraus resultierende massive Kapitalbedarf für die außerbilanzielle Position sachlich nicht gerechtfertigt ist. Mit Einzahlung der 80 verringert sich die außerbilanzielle Position auf 900, die Brückenfinanzierung auf null und deren Risikogewicht im gleichen Schritt auf 100 Prozent. Oder aus anderem Blickwinkel betrachtet: Eine sachliche Rechtfertigung ergäbe sich nur dann, wenn mit Einzahlung der 80 durch

fonds, Zielfonds und etwaige Feedervehikel, bestehen. Die Zusage auf der niedrigsten Ebene ist in diesen Fällen regelmäßig durch die Zusagen in den nächsthöheren Ebenen bis hinauf zur Zeichnung des Instituts gedeckt. Hierbei lässt der Verordnungsgeber weitgehend offen, wie sinnvollerweise zu verfahren ist. Eine Klarstellung wäre wünschenswert, um Instituten wie Wirtschaftsprüfern Sicherheit bei der Anwendung zu geben.

Kapitalbedarf steigt

Wenngleich die Ermittlung der risikogewichteten Positionsbeträge deutlich aufwändiger geworden ist, dürften die gegebenenfalls negativen Auswirkungen auf den Kapitalbedarf für viele Investitionen in OGA für die meisten Institute verkräftbar bleiben. Die mit der Investition in OGA einhergehenden Vorteile wie den Zugang zu spezialisierten Privatmärkten dürften sie nicht überwiegen.

Treiber für einen Anstieg des Kapitalbedarfs sind neben der Art der gehaltenen Assets („Forderungsklassen“) vor allem der etwaige Einsatz von Brücken- und Hebelfinanzierung sowie (teilweise) die Intransparenz einzelner OGA (insbesondere im außereuropäischen, vor allem nordamerikanischen Markt) im Sinne der neuen CRR-II-Regularien. Während die ersten beiden Punkte in allen Anlageklassen wirken, ist in der Praxis nur in seltenen Fällen bestimmter Private-Debt-Investitionen damit zu rechnen, dass OGA nicht adäquat zerlegt werden kön-



nen (und infolge dieser regulatorischen Intransparenz damit teilweise voll vom Kapital abzuziehen sind). Institute wie auch (Dach-)Fondsmanager, die Institute zu ihren Kunden zählen, sind gehalten, derartige Fonds vor Investitionsentscheidung zu identifizieren und zu vermeiden.

CRR III – eine Reise ins Ungewisse

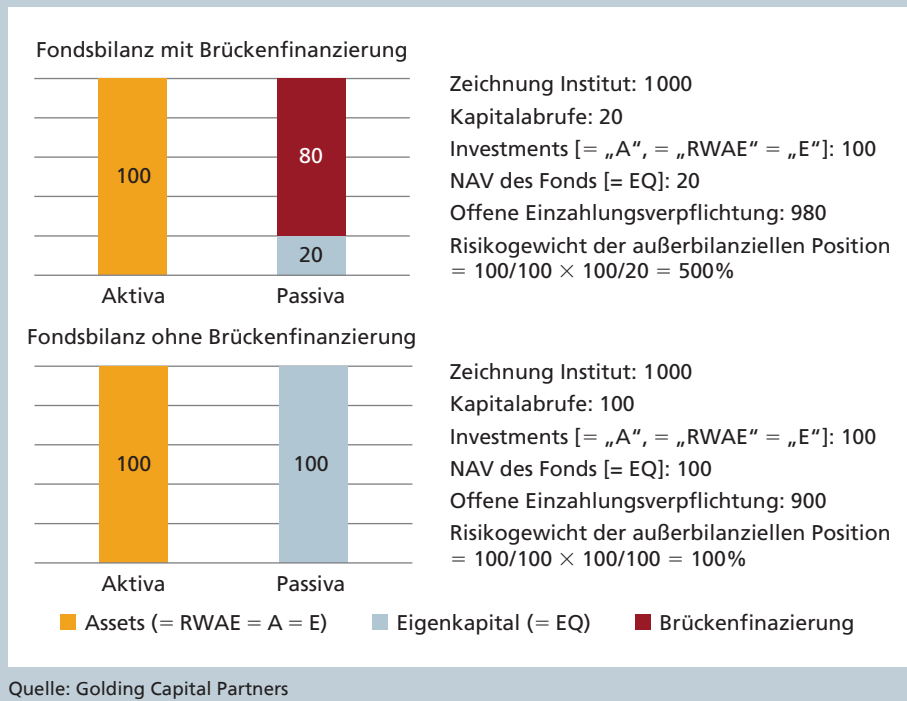
In puncto Eigenkapitalbedarf droht weiteres Ungemach durch eine Verlautbarung des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht (BCBS) zur „Finalisierung [des] Basel III Standard“ vom 7. Dezember 2017¹¹⁾, welcher in einer neuerlichen Novelle (CRR III) umgesetzt werden soll, deren Kommissionsentwurf am 27. Oktober 2021 veröffentlicht wurde.¹²⁾ Die darin vorgesehenen Änderungen sehen die Etablierung einer neuen Forderungsklasse „nichtbörsennotierte Eigenkapitalbeteiligungen“ im Anlagebuch von Instituten vor. Der Entwurf sieht in Art. 133 CRR ein Risikogewicht von bis zu 400 Prozent bei spekulativen, nicht börsennotierten Eigenkapitalbeteiligungen, in Höhe von 250 Prozent für langfristige nicht börsennotierte Eigenkapitalbeteiligungen und in Höhe von 150 Prozent für nachrangige Fremdkapitalinstrumente und Kapitalinstrumente (die nicht Eigenkapital sind) vor. Diese neuerlichen Risikogewichte könnten infolge des oben skizzierten Transparenzansatzes auf die Institute durchschlagen.

Laut Kommission sollen Eigenkapitalbeteiligungen immer dann als spekulativ angesehen werden, wenn (i) nicht börsennotierte Gesellschaftsanteile für den kurzfristigen („short term“) Wiederverkauf erworben werden, (ii) im Fall von Venture Capital oder (iii) im Fall vergleichbarer Investments, die zum Zwecke der Partizipation an signifikanten kurzfristigen Veräußerungsgewinnen erworben werden.

Konsultation auf europäischer Ebene

Bei einer beabsichtigten Haltedauer von drei Jahren oder länger gilt eine Beteiligung als langfristige Eigenkapitalbetei-

Abbildung 3: Unterschiede in der Fondsbilanz mit und ohne Brückenfinanzierung



gung („long-term“) und soll mit einem Risikogewicht von 250 Prozent versehen werden. In Bezug auf Anteile an OGA, die nicht Venture Capital darstellen, dürften die besseren Argumente dafür sprechen, dass eine 400-Prozent-Risikogewichtung nicht einschlägig sein sollte, da regelmäßig die gewichtete Haltedauer der Investitionen von OGA im Bereich Private Equity und Infrastruktur fünf bis acht Jahre beträgt, diese mithin nicht in der Absicht eines kurzfristigen Wiederverkaufs getätigt werden.

Anzumerken bleibt, dass auch die 250-prozentige Risikogewichtung für langfristige nichtbörsennotierte Eigenkapitalbeteiligungen wesentliche Rendite-Risiko-Gesichtspunkte unberücksichtigt lässt. Insbesondere blendet sie die Diversifikation durch Investitionen über OGA völlig aus, indem sie nicht differenziert zwischen direkten Investments der Institute in nicht börsennotierte Eigenkapitalbeteiligungen, die spezifische idiosynkratische Risiken mit sich bringen, und nicht börsennotierte Eigenkapitalbeteiligungen, die über Direkt- oder Dachfonds (lies OGA) gehalten werden, wodurch solche Risiken atomisiert werden. Die Verbände

sind gefordert, im Rahmen der anstehenden CRR-III-Konsultation auf europäischer Ebene diese Problematik zu adressieren.

Fußnoten

- 1) Verordnung (EU) 2019/876 vom 20. Mai 2019 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 („CRR II“).
- 2) Allerdings kann eine anteilige Abzugsverpflichtung in Fondsgestaltungen typischerweise nicht gänzlich ausgeschlossen werden, soweit es sich bei einzelnen Holdingvehikeln beziehungsweise Portfoliounternehmen des Alternativen Investmentfonds um „Unternehmen der Finanzbranche“ handelt.
- 3) Vgl. Art. 132 Abs. 2 Unterabsatz 2 CRR.
- 4) Vgl. Art. 132 Abs. 3 a) iii) CRR.
- 5) Vgl. Art. 132 Abs. 3 b) CRR.
- 6) Vgl. Art. 132 Abs. 4, Unterabsätze 1 und 2 CRR.
- 7) Vgl. Art. 132 a Abs. 2 CRR.
- 8) Vgl. Art. 132 a Abs. 2 Unterabsatz 2 CRR.
- 9) Vgl. Art. 132a Abs. 1 CRR II.
- 10) Art. 132 Abs. 4 CRR II.
- 11) <https://www.bis.org/bcbs/publ/d424.pdf>
- 12) COM(2021) 664 final 2021/0342 (COD).

Beilagenhinweis

Dieser Ausgabe liegt eine Beilage der Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen bei.