

AN: Mandanten
VON: P+P Pöllath + Partners
DATUM: 12. April 2016
ZU: **ESMA schlägt gemeinsamen EU-weit harmonisierten Rechtsrahmen für Darlehensfonds vor**

TO: Clients
FROM: P+P Pöllath + Partners
DATE: April 12, 2016
RE: **ESMA calls for common EU harmonized legal framework for loan-originating funds**

In Folge interner Diskussionen über Darlehensfonds innerhalb der Europäischen Wertpapier und Marktaufsichtsbehörde („**ESMA**“), die neueren Entwicklungen in der Gesetzgebung vieler EU-Mitgliedsstaaten (einschließlich Deutschlands) und dem Aktionsplan der EU-Kommission zur Schaffung einer Kapitalmarktunion (CMU) vom September 2015 veröffentlichte ESMA heute eine Stellungnahme an die Institutionen, um ihren Standpunkt zu den notwendigen Bestandteilen für einen gemeinsamen europäischen Rahmen für Darlehensfonds („**Darlehensfonds**“) darzulegen. ESMA ist der Ansicht, dass eine gemeinsame Herangehensweise auf EU-Ebene dazu beitragen würde, Wettbewerbsgleichheit für Fondssponsoren und Investoren zu schaffen und das Potential für Regulierungsarbitrage zu reduzieren.

Following the discussions on loan-originating funds within the European Securities and Markets Authority (“**ESMA**”) and the recent legislative developments in many EU Member States (including Germany) and the Commission’s Action Plan on Building a Capital Markets Union (CMU) in September 2015, ESMA published today an opinion to the institutions setting out its view on the necessary elements for a common European framework for loan-originating funds (“**Loan-Originating AIFs**”). ESMA is of the view that a common approach at EU level would contribute to a level playing field for fund sponsors and investors as well as reducing the potential for regulatory arbitrage.

ESMA’s Stellungnahme nimmt auf den Aktionsplan der EU-Kommission vom September 2015 Bezug, in dem die EU-Kommission ihr Ziel skizzierte, gemeinsam mit den Mitgliedsstaaten und den EU-Behörden zu prüfen, ob es ein Bedürfnis für ein koordiniertes Vorgehen gibt. Die Kommission beabsichtigt, im zweiten Quartal 2016 eine Konsultation über die Bestandteile eines europäischen Rahmens für Darlehensfonds zu beginnen (die „**Konsultation**“) und hat ESMA’s Rat angefragt, welche Bestandteile in diese Konsultation einfließen sollen.

ESMA’s opinion addresses the Commission’s Action Plan of September 2015 where the Commission had outlined its goal to work with the Member States and the European authorities to assess the need for a coordinated approach. The Commission intends to consult on the elements of an EU framework on loan-originating funds in the second quarter of 2016 (the “**Consultation**”) and has requested ESMA’s advice on the elements which should form part of such Consultation.

ESMA ist der Ansicht, dass die in dieser Stellungnahme präsentierten Bestandteile idealerweise Teil eines harmonisierten EU-Rahmens für Darlehensfonds werden und deshalb von der Kommission zur Konsultation gestellt werden sollten.

ESMA zufolge kann die Umsetzung eines solchen Rahmens auf unterschiedliche Art erfolgen, zum Beispiel durch eine Gesetzgebungsinitiative oder durch eine Maßnahme von ESMA zur Ergänzung der AIFM-Richtlinie. ESMA befürwortet die Schaffung eines Bestandsschutzregimes und/oder von Übergangsvorschriften für AIF, die die Voraussetzungen dieses Rahmens für Darlehensvergabe nicht mehr erfüllen.

Die Bestandteile, die nach ESMA's Ansicht in die Rahmenbestimmungen einfließen sollten, beziehen sich auf:

- Erlaubnispflichten für den AIFM und den AIF;
- Anforderungen an die Fondstypen, die Darlehen vergeben können (nur geschlossene oder auch offene?);
- Anforderungen an die Typen von Investoren, die in Darlehensfonds investieren dürfen (auch Kleinanleger oder nur professionelle Anleger?);
- Organisationsanforderungen an den AIFM solcher AIFs (Risikomanagementverfahren);
- Beschränkungen der Hebelfinanzierung;

ESMA is of the view that the elements presented in the opinion should ideally form part of a harmonized EU framework on loan origination and hence should be further assessed in the Commission's Consultation.

ESMA states that the implementation of such a framework could be achieved in different ways, e.g. through a legislative proposal or by way of an ESMA instrument supplementing the AIFMD. ESMA sees the merit in developing a grandfathering regime and/or transitional provisions for AIFs that no longer meet the requirements of the loan origination framework.

The elements which in ESMA's view should be considered as part of a legislative framework relate to:

- authorization requirements of the AIFM and the AIF;
- requirements as to the types of AIFs which may originate loans (only closed-ended or also open ended?);
- requirements as to the types of investors which may invest in a loan-originating AIFs (also retail investors or only professional investors?);
- organizational requirements of the AIFM managing such AIFs (risk management procedures);
- leverage limitations;

- | | |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> - Liquiditätsanforderungen (im Falle von offenen AIF); - Anforderungen an Stresstests; - Diversifizierungserfordernisse; und - Anforderung an zulässige Darlehensnehmer (keine natürliche Personen, keine Verbraucher, keine Finanzdienstleister oder verbundene Parteien als Darlehensnehmer). | <ul style="list-style-type: none"> - liquidity requirements (in case of open ended AIFs); - stress testing requirements; - diversification requirements; and - eligible debtors requirements (no individuals, no consumers and no financing institutions or related parties as debtors). |
|--|--|

Wir haben diese oben genannten von ESMA vorgeschlagenen Anforderungen etwas detaillierter zusammengefasst.

We have summarized the above requirements as suggested by ESMA in a bit more detail:

I. **Der vorgeschlagene Rechtsrahmen**

I. **The Legal Framework**

ESMA's Stellungnahme bezieht sich nur auf Darlehensvergebende Fonds, nicht hingegen auf Fonds, die Darlehen erwerben und restrukturieren. ESMA schlägt auch vor, Befreiungen, die in bestimmten Mitgliedstaaten für Private Equity Venture Capital und Hedge Fonds gelten, zu berücksichtigen.

ESMA's advice focuses on loan origination and does not seem to cover AIFs which buy and restructure loans. It also seems to suggest – without going into detail - that like in certain EU Member States there may be exemptions for private equity funds, venture capital funds and hedge funds to the extent they engage in loan origination.

1. **Erlaubnispflicht hinsichtlich des Darlehensfonds und seines AIFM**

1. **Authorization Requirements relating to the Loan-Originating AIF and its AIFM**

ESMA ist der Ansicht, dass die Regelungen ausreichende Befugnisse der zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden hinsichtlich der Überwachung, der Beaufsichtigung und der Durchsetzung der Anforderungen an AIFM und deren AIF sicherstellen sollten. ESMA schlägt vor, dass die Kommission im Rahmen ihrer Konsultation untersuchen sollte, ob eine Registrierung als „kleiner“ AIFM ausreichte o-

ESMA is of the view that the framework should ensure that the national competent authorities have the necessary powers to monitor, supervise, and enforce the requirements set for AIFMs and their AIFs. ESMA suggests that it should be assessed in the Commission's Consultation whether a registration of the AIFM as sub-threshold AIFM is deemed

der eine vollumfängliche Erlaubnis als AIFM erforderlich sei und/oder gar zusätzliche Anforderungen gestellt werden sollten.

Mit Blick auf den AIF stellt ESMA fest, dass Darlehensfonds selbst zwar in bestimmten Mitgliedstaaten einer Erlaubnispflicht unterliegen, in anderen Mitgliedstaaten allerdings keine solche Erlaubnispflicht besteht. Ob es die ESMA selbst für erforderlich hält, auch Erlaubnisanforderungen hinsichtlich des AIF selbst einzuführen, lässt sie offen, schlägt aber vor, dies in der Konsultation näher zu untersuchen.

2. Arten von Darlehensfonds

ESMA ist zwar der Ansicht, dass Darlehensfonds wegen der illiquiden Natur grundsätzlich als geschlossene Vehikel ohne Rückgaberecht ausgestaltet sein sollten. Sie schlägt aber vor, im Rahmen der Konsultation zu untersuchen, inwiefern Rückgaberechte doch akzeptabel sein könnten.

3. Anlegertypen

ESMA sieht Risiken darin, Darlehensfonds grundsätzlich auch Kleinanlegern zugänglich zu machen. AIFs sollten daher Kleinanlegern jedenfalls nur zugänglich sein, wenn zumindest das sich aus der ELTIF Verordnung ergebende Schutzniveau eingehalten würde.

4. Anforderungen an das Risikomanagement

Da Darlehensfonds zu systemischem Risiko beitragen könnten, hält ESMA die Einführung eines Regelungsrahmens für das Risikomanagement von Darlehensfonds und deren AIFM für förder-

sufficient or whether a full AIFM authorization is required and/or whether further requirements should be imposed.

As to the AIF itself, ESMA states that while Loan-Originating AIFs themselves are subject to authorization requirements in certain Member States, no additional authorization requirements apply in others. ESMA leaves it open whether it deems it necessary to impose also authorization requirements with respect to the AIF itself but suggests that this should be further assessed in the Consultation.

2. Types of Loan-Originating AIFs

Because of the illiquid nature ESMA is of the opinion that loan-originating AIFs should generally be set up as closed ended vehicles without the right to redemption. It suggests, however, to further assess in the Consultation to what extent redemption rights would be acceptable.

3. Types of Investors

ESMA sees risks in making Loan-Originating AIFs available to retail investors on a general basis. ESMA states that if investments in such AIFs was open to retail investors the rules should at the very least afford protections similar to those in the ELTIF Regulation.

4. Risk Management Requirements

As Loan-Originating AIFs could be a source of systemic risk, ESMA sees a merit in establishing a risk management framework for Loan-Originating AIFs and their AIFMs which contains rules to mitigate

lich, der Liquiditätsrisiken sowie Risiken der Fristentransformation und solche aus unvorsichtiger Darlehensvergabe adressiert.

Insbesondere ist ESMA der Ansicht, dass AIFM, die Darlehensfonds verwalten, bestimmte Richtlinien, Prozesse und Verfahren, unter anderem zu den folgenden Bereichen, einrichten sollten:

- Verfahren für das Risikomanagement, die die spezifischen Risiken der Darlehensvergabe berücksichtigen;
- Die Bonitätsbeurteilung, Preisermittlung und Gewährung von Darlehen (einschließlich Kriterien, Governance und Ausschussstrukturen für Entscheidungsfindungen);
- Kreditmonitoring, Kreditverlängerung und Refinanzierung (einschließlich Kriterien, Governance und Ausschussstrukturen für Entscheidungsfindungen);
- Leitlinien zur Verwaltung von Sicherheiten;
- Controlling des operativen Risiko, das der Darlehensvergabe angemessen ist;
- Beurteilung und Kreditwürdigkeitsprüfung von Darlehensnehmern sowie die Bewertung;
- Management zur Identifizierung von Problemkrediten;
- Fähigkeiten und Erfahrung von Mitarbeitern, deren Tätigkeit einen spezifischen Bezug zur Darlehensvergabe aufweist.

risks arising from liquidity and maturity transformation, as well as risks related to imprudent lending.

In particular, ESMA is of the opinion that AIFMs managing Loan-Originating AIFs should be required to have specific policies, processes and procedures in place, governing among others:

- risk management procedures, taking into account specific risks arising from loan origination,
- the assessment, pricing and granting of credit (including criteria, governance and decision making committee structures),
- credit monitoring, renewal and refinancing (including criteria, governance and decision making committee structures),
- collateral management policy,
- operational risk control appropriate to loan origination,
- assessment and scoring of borrowers, valuation,
- identification of problem debt management,
- capability and experience of staff in regard to the specific tasks connected with loan origination.

5. Beschränkung des Leverage, Liquidität und Stresstests sowie Berichtswesen

Zwar ist ESMA offenbar der Ansicht, dass ein bestimmtes Maß an Leverage für Darlehensfonds zulässig sein sollte, es sollte gleichwohl eine grundsätzliche Beschränkung von Leverage geben. ESMA empfiehlt zudem, dass die Kommission im Rahmen der Konsultation versuchen sollte zu beurteilen, ob sich Darlehensfonds zum Zwecke der Fremdkapitalaufnahme allein auf Finanzierungen durch Kreditinstitute stützen oder ob andere Wege der Finanzierung ebenfalls offenstehen sollten.

Sofern die AIF Rückgaberechte vorsehen, sollten Liquiditätsanforderungen geschaffen werden.

ESMA hält es für erforderlich, dass AIF zur Durchführung von regulatorischen Stresstests verpflichtet werden, die auf die Art und das Ausmaß der Tätigkeit zugeschnitten sind.

Schließlich schlägt ESMA vor, den Bedarf für Änderungen an die Anforderungen der AIFM-Richtlinie an das Berichtswesen zu untersuchen (Anhang IV der AIFM-Richtlinie Level 2 Verordnung).

6. Diversifizierung, zulässige Investments und zulässige Darlehensnehmer

ESMA ist der Ansicht, dass eine Diversifizierung vorgeschrieben werden soll, die gleichzeitig aber eine Spezialisierung der Darlehensfonds erlaubt.

Außerdem ist ESMA der Ansicht, dass Darlehensfonds sich nicht an Leerverkäufen oder Wertpa-

5. Leverage Limitation, Liquidity and Stress Testing, Reporting

While ESMA seems to be of the view that Loan-Originating AIFs should be allowed to have a certain level of leverage, there should generally be limits to leverage. It further recommends that the Commission's Consultation should aim to assess whether Loan-Originating AIFs should, for the purposes of borrowing, rely on financing by credit institutions alone or whether other ways of financing should be open for them as well.

In case the AIFs permit redemptions liquidity requirements should be established.

ESMA deems it necessary that the AIFs should be required to conduct regulator stress tests tailored to their type and level of activity.

Finally ESMA also suggests to assess the need for changes to the AIFMD reporting requirements (Annex IV of the AIFMD Level 2 Regulation).

6. Diversification, eligible investments and eligible debtors

ESMA considers that mandatory diversification should be required while still allowing specialization of loan-originating funds.

ESMA is further of the view that Loan-Originating AIFs should not engage in short selling or securities financing transactions and they should not make use of derivatives except for hedging purposes.

pierfinanzierungsgeschäften beteiligen und Derivate nur für Zwecke des Hedgings einsetzen sollten.

ESMA steht außerdem auf dem Standpunkt, dass es Darlehensfonds nicht erlaubt sein sollte, Darlehen an Individuen, Finanzinstitute, Investmentvermögen und den AIFM und nahestehende Parteien zu vergeben.

II. Kommentar

Die von ESMA dargestellten Anforderungen erinnern sehr stark an die Anforderungen, die kürzlich in Deutschland umgesetzt wurden. Das kommt nicht überraschend, da ESMA ihre Stellungnahme auf die von verschiedenen Mitgliedsstaaten umgesetzten Regelungswerke gestützt hat. Grundsätzlich kann ein EU-weit einheitliches Gesetzesregime die Rechtssicherheit verbessern und grenzüberschreitende Geschäfte fördern. Dennoch, die Zukunft von Darlehensfonds in Europa (und die Annahme des neuen Regimes) hängt davon ab, ob die Anforderungen, die aufgestellt werden, letzten Endes vernünftig sind und die Tatsache ausreichend berücksichtigen, dass AIFM von Darlehensfonds nicht mit Kreditinstituten vergleichbar sind: sie (und die AIF, die sie verwalten) nehmen keine Einlagen von Verbrauchern an, vielmehr werden sie lediglich im Bereich der kollektiven Vermögensverwaltung tätig (typischerweise für AIFs mit ausschließlich institutionellen Anlegern) genau wie andere AIFs die von AIFM nach Maßgabe der Vorschriften der AIFM-Richtlinie verwaltet werden.

Finally Loan-Originating AIFs should not be able to lend to individuals, financial institutions, collective investment schemes and the AIFM and related parties and consumers.

II. Comment

The requirements set out by ESMA remind very much of the requirements adopted recently in Germany. This is not surprising as ESMA has outlined key issues around loan origination that have been identified through work at ESMA level and by analysing the framework in place in Member States. Generally an EU wide harmonised legislative regime can improve legal certainty and encourage cross border business. However, the future of Loan-Originating Funds in Europe (and the acceptance and use of the new regime) will depend on whether the requirements which will be adopted end up to be reasonable and sufficiently consider the fact that AIFMs of Loan-Originating Funds are not comparable to credit institutions: they do not take deposits of retail clients (nor do the AIFs they manage) but they simply engage in investment management activities (typically for AIFs with only for institutional investors) just like other AIFs which are managed by AIFM subject to the AIFMD.



Bei Fragen können Sie uns jederzeit gern kontaktieren.

For questions, please do not hesitate to contact us.

P+P Pöllath + Partners, Frankfurt

Dr. Andreas Rodin
+49 (69) 247047 – 17
andreas.rodin@pplaw.com

Patricia Volhard, LL.M.
+49 (69) 247047 – 16
patricia.volhard@pplaw.com

Dr. Peter Bujotzek, LL.M.
+49 (69) 247047 – 14
peter.bujotzek@pplaw.com

Jin-Hyuk Jang, LL.M.
+49 (69) 247047 – 16
jin-hyuk.jang@pplaw.com

P+P Pöllath + Partners, Berlin

Uwe Bärenz
+49 (30) 25353 – 122
uwe.baerenz@pplaw.com

Amos Veith, LL.M.
+49 (30) 25353 – 124
amos.veith@pplaw.com

Dr. Philip Schwarz van Berk, LL.M.
+49 (30) 25353 – 110
philip.schwarzvanberk@pplaw.com

Ronald Buge
+49 (30) 25353 – 120
ronald.buge@pplaw.com