

# Auswirkungen der AIFM-Richtlinie auf die Haftpflichtversicherung eines AIFM

*Die Frage nach dem „ob“ operationelle Risiken mit Eigenkapital oder mit einer Berufshaftpflichtversicherung abgedeckt werden soll, wird sich für viele Fondsverwalter alternativer Anlagen bald nicht mehr stellen. Dafür sorgt die neue EU-Richtlinie über die Verwalter alternativer Anlagefonds. Das „wie“ beziehungsweise das „wie viel“ hingegen dürfte an Bedeutung gewinnen. Im Zentrum dieses Beitrages stehen die aktuellen regulatorischen Entwicklungen der EU, die sich unmittelbar auf das operationelle Risiko Management und die Haftpflichtversicherung von Fondsverwaltern auswirken werden.*

## 1 Einleitung

Diese Abhandlung widmet sich der haftpflichtrelevanten Regelungen der AIFM-Richtlinie<sup>1</sup> und erörtert Maßnahmen zur praktischen Handhabung. Es gliedert sich wie folgt: Teil 2 widmet sich der Identifikation und Bewertung sowie der Überwachung und Kontrolle der Berufshaftpflicht Risiken eines AIFM. Teil 3 behandelt die Abdeckung dieser Risiken mittels Eigenkapital oder mittels einer Berufshaftpflichtversicherung. Teil 4 enthält Empfehlungen für AIFM, wie dieser den strategischen Einsatz seines Eigenkapitals vor dem Hintergrund der Richtlinie optimieren kann und skizziert den Handlungsbedarf eines AIFM angesichts der Vielschichtigkeit der Anforderungen sowie der strategischen und betriebswirtschaftlichen Optionen. Teil 5 zieht ein Fazit.

## 2 Die operationellen und berufshaftpflicht-bezogenen Risiken

### 2.1 Die operationellen Risiken

Die operationellen Risiken<sup>2</sup> eines AIFM werden von den Risikofaktoren wie der Kundenart<sup>3</sup>, den Anlageklassen<sup>4</sup> und der Produktgestaltung, sowie den daraus resultierenden Organisationsstrukturen und Prozessen geprägt. Zudem gibt es eine Reihe AIFM-spezifischer Risikofaktoren. So verwenden AIFM beispielweise steuereffiziente Geschäftsmodelle mit on- und offshore Strukturen und arbeiten mit Outsourcing-Dienstleistern zusammen. Dies führt dazu, dass AIFM in unterschiedlichen Rechtsräumen operieren mit entsprechender Zunahme der regulatorischen und rechtlichen Risiken. Dazu kommen Risikofaktoren aufgrund der besonderen Dynamik der AIFM-Branche: Fondsverwalter, die ursprünglich in Venture Capital investierten, wenden sich den ‚secondary buyouts‘ oder der Finanzierung von Infrastruktur-Anlagen zu. Weiter ist eine Konvergenz zwischen Managern von Hedgefonds und denjenigen von Private Equity Fonds zu beobachten: Hedgefonds suchen Anlagen mit nicht korrelierenden Risiken und investieren in Private Equity. Umgekehrt setzen Private Equity Häuser vermehrt auch Hedgefonds-Strategien ein. Eine solche Konvergenz verändert die Strukturen, Prozessen und Systemen und bedingt neue Anforderungsprofile für die Partner und Mitarbeiter. So fehlen den Private Equity-Fonds zunächst die Fä-

<sup>1</sup> Haftpflichtrelevanten Regelungen sind Gegenstand der AIFM-Richtlinie Level I Kapitel 9, Artikel (7), des ESMA-Berichts Kapitel IV.I, sowie des Level II-Berichts, Präambel Artikel 33 bis 39 und Kapitel III.3 Artikel 14 bis 17.

<sup>2</sup> Definition der ‚operationellen Risiken‘ nach Basel II: ‚Operational risk is defined as the risk of loss resulting from inadequate or failed internal processes, people and systems or from external events. This definition includes legal risk, but excludes strategic and reputational risk‘, Basel Committee on Banking Supervision, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, 2004, Seite 137.

<sup>3</sup> AIFM bedienen ein zunehmend breiteres Kundensegment beginnend bei großen institutionellen Anlegern wie Pensionskassen und Versicherungen, hin zu unabhängigen Vermögensverwaltern oder zu sehr vermögenden Privatkunden.

<sup>4</sup> AIFM verwalten gemeinschaftliche Anlagen wie Private Equity und Venture Capital Fonds, Single und Dach-Hedgefonds, Finanzinstrumente wie Managed Futures, Immobilienfonds, Rohstofffonds sowie im weiteren Sinne auch kollektive Anlagen in Vermögenswerte wie Kunst, und Antiquitäten.

higkeiten von Hedgefonds im Trading von komplexen Finanzinstrumenten. Desgleichen vermisst ein Hedgefonds die Disziplin bei der Auswahl und der Führung einer Private Equity-Anlage oder auch die Erfahrung bei Unternehmenstransaktionen (bspw. M&A, IPO und MBO)<sup>5</sup>. Die Erfahrung zeigt, dass die operationellen Risiken und deren Auswirkungen oft unterschätzt werden<sup>6</sup>.

Die gegenseitige Beeinflussung unterschiedlicher Risiken bewirkt weitere Komplexität in der Einschätzung und Bewältigung dieser Risiken: Verluste und Schäden aus operationellen Risiken beinträchtigen die Unternehmens-, Markt- und Kreditrisiken, und umgekehrt<sup>7</sup>. Beispielsweise können überhöhte Kreditrisiken aufgrund fehlerhafter Datenbankeinträge eingegangen werden. Umgekehrt kann es bei extremer Volatilität des Kreditrisikos zu unerwarteten operationellen Ereignissen kommen, wenn gleichzeitig die betrieblichen Ressourcen und Prozesse ungenügend ausgestaltet sind. Operationelle Risiken beeinflussen somit direkt oder indirekt die Liquidität, das Einkommen und das Kapital des Fondsverwalters (siehe Abbildung 1).

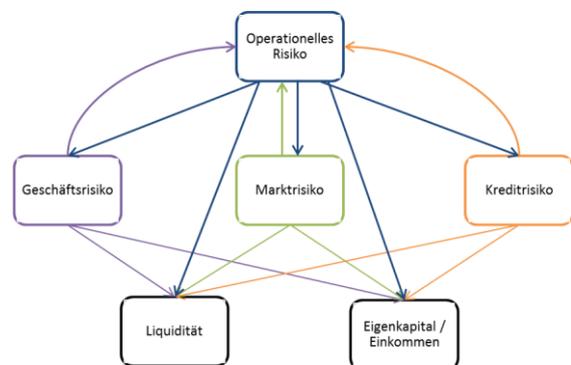
Die operationellen Risiken sind insbesondere auch mit Reputationsrisiken verbunden. Sie beeinflussen und verstärken sich gegenseitig. Ein Reputationschaden kann beispielsweise den Rückzug von Investoren zur Folge haben. Dies geht gewöhnlich mit einer Erhöhung der operationellen Risiken einher. Umgekehrt hängt die Wahrnehmung der Marke des AIFM davon ab, die operationellen Risiken ‚gut im Griff zu haben‘. Der AIFM hat daher ein großes Interesse, das operationelle Risiko so gering wie möglich zu halten.

Zusammengefasst: Die operationelle Risiken eines AIFM sind komplex und dynamisch zugleich, und es

stellen sich besondere Herausforderungen in deren Bewirtschaftung.

Vor diesem vielschichtigen Hintergrund geht die Europäische Union es an, die Berufshaftpflichtrisiken der AIFM als Folge operationeller Unzulänglichkeit per Gesetz zu identifizieren und deren materielle und finanzielle Auswirkungen für ihre Märkte einheitlich zu regulieren.

**Abbildung 1: Einfluss der operationellen Risiken auf Liquidität, Ertrag und Eigenkapital**



Copyright: Walker Risk Solution AG

## 2.2 Die Berufshaftpflichtrisiken

Die operationellen Risiken eines AIFM umfassen gemäß der AIFM-Richtlinie<sup>8</sup> auch die Berufshaftpflichtrisiken. Kapitel 14 des Level II-Berichts<sup>9</sup> definiert, welches die allgemeinen Berufshaftpflichtrisiken eines AIFM sind, die dieser mit zusätzlichem Eigenkapital unterlegen oder andernfalls mit einer Versicherung abdecken muss:

Zitat<sup>10</sup>:

1. Die Berufshaftpflichtrisiken, die gemäß Artikel 9(7) der Richtlinie 2011/61/EU abgedeckt werden müssen, sind die Risiken eines Verlusts oder Schadens verursacht durch eine relevante Person<sup>11</sup> aus einer fahrlässigen Ausübung

<sup>5</sup> Cagan, P. (2008): Operational Risk Red Flags: Lessons learned from Ten Hedge Fund Blow-Ups, in: Journal of Securities Operations & Custody, Vol. 1, No. 2, Seite 131-152

<sup>6</sup> Bereits 2003 wurden gemäss einer Studie von Capco 50% aller Konkurse von Hedge Funds auf operationelle Risiken zurückgeführt. Quelle: Capco, Understanding and Mitigating Operational Risk in Hedge Fund Investments, 2003

<sup>7</sup> Dr. Daniel Imfeld, Operational Risk Management in Practice, 2011, Seite 5, www.garp.org, abgerufen am 22 Juni 2012)

<sup>8</sup> AIFM-Richtlinie Level I-Bericht, Artikel 9 (7), Seite 22

<sup>9</sup> EU Commission's draft regulation implementing the AIFMD, Stand Juni 2012. Im folgenden Text auch 'Level II-Bericht' genannt.

<sup>10</sup> Siehe Artikel 14, Absatz 1 bis 3 der AIFM-Richtlinie Level II-Bericht. Übersetzung aus dem Englischen durch den Autor.

<sup>11</sup> Nach Artikel 2 der AIFM-Richtlinie Level II-Bericht umfasst der Begriff „relevante Personen“ sowohl Aufsichts- und Führungsorgane, Partner, Geschäftsleiter und Mitarbeiter des AIFM als auch weitere vom AIFM beauf-

einer Tätigkeit, für die der AIFM gesetzlich verantwortlich ist.

2. Die in Absatz 1 definierten Berufshaftpflichttrisiken, umfassen, ohne darauf beschränkt zu sein, die Risiken
  - (a) des fahrlässigen Verlusts von Dokumenten für den Nachweis von Vermögenswerten des AIF;
  - (b) falscher und irreführender Angaben gegenüber den AIF oder seinen Investoren;
  - (c) von Handlungen, Fehler oder Unterlassungen, die zu einer Verletzung führen von gesetzlichen Pflichten und aufsichtsrechtlichen Bestimmungen, Sorgfaltspflichten gegenüber dem AIF oder den Investoren, Treuepflichten, Vertraulichkeits- oder Datenschutzpflichten, Statuten oder Reglement eines AIF, Pflichten aus der Mandatierung durch den AIF;
  - (d) aus dem Versagen angemessene Verfahren einzurichten, zu implementieren und zu pflegen, zur Vorbeugung von unredlichen, betrügerischen oder arglistige Handlungen<sup>12</sup>;
  - (e) unsachgemäßer Bewertung des Anlagevermögens und Berechnung der Anteils- bzw. Aktienkurse;
  - (f) in Bezug auf Unterbrechung des Geschäftsbetriebs, Systemausfälle, fehlerhafte Ausführung von Transaktionen, und das Prozessmanagement;
3. Die Berufshaftpflichttrisiken sollen zu jedem Zeitpunkt durch angemessenes zusätzliches Eigenkapital gemäß Artikel 16 oder durch eine Berufshaftpflichtversicherung gemäß Artikel 17 der Richtlinie abgedeckt werden.

---

sichtigte Drittpersonen, die Dienstleistungen für den Zweck der Fondsverwaltung zu erbringen; weiter schließt der Begriff natürliche oder juristische Personen ein, die vom AIFM beauftragt worden sind, Dienstleistungen für den Zweck der Fondsverwaltung zu erbringen.“ Übersetzung aus dem Englischen durch den Autor.

<sup>12</sup> Anmerkung des Autors: Die ESMA erkannte dass Betrug (als vorsätzliches Handeln des Versicherten) nicht versicherbar ist beschränkte sich darauf, den AIFM lediglich für mangelhafte Vorkehrungen der Führungspersonen zur Vorbeugung von Betrug zu behaften.

Ende Zitat.

Paragraph (2) oben hält fest, dass die Definition der Berufshaftpflichttrisiken keineswegs vollständig oder abschließend sei. Die Richtlinie fordert vielmehr, dass ein AIFM im Rahmen seines Risk Managements seine spezifischen Risiken aus der Berufshaftpflicht kennt. Dazu gehört konkret, dass er eine Datenbank mit allen Ereignissen aus betrieblichen Fehlern und Berufshaftpflichttrisiken unterhält, und dass er auch neuartige oder bisher nicht relevante Risiken unter Verwendung von Szenarien und externen Schadendaten identifiziert und für deren Abdeckung entsprechende Finanzmittel bereithält<sup>13</sup>. Durch diese Anforderung ergibt sich ein Ermessensspielraum in der Bestimmung der über die Definition hinausgehenden spezifischen Risiken - nicht nur für den AIFM sondern auch für die zuständige Aufsichtsbehörde.

Aufgrund dieser Definition und der Tatsache, dass das Geschäft der AIFM hoch komplex ist, befürchtet der europäische Verband der (Rück-)Versicherer (CEA) dass nur wenige Versicherer bereit sind, Lösungen für die AIFM anzubieten. Folge dessen könnte die Versicherungskapazität vor allem in kleinen Versicherungsmärkten unzureichend sein. Zudem ist der Verband der Auffassung, dass etliche Risiken, wie von der Richtlinie definiert, nicht in einer Berufshaftpflichtversicherung versicherbar seien<sup>14</sup>. Nach Auffassung der CEA wenden Versicherer unterschiedliche Standards und Methoden an, um Risiken zu erfassen. Daher ist es eigentlich nicht möglich, die zu versichernden Risiken zu standardisieren wie es die Richtlinie versucht. Der Verband EFAMA als Vertreter der europäischen Fonds- und Vermögensverwalter nannte ähnliche Bedenken<sup>15</sup>. Dass der Schlussbericht der ESMA<sup>16</sup> die eingebrachten Einwände

---

<sup>13</sup> AIFM-Richtlinie Level II-Bericht, Artikel 15(1-7).

<sup>14</sup> CEA, Comments on AIFM Directive level II implementing measures for professional indemnity insurance (Article 9), 14 January 2011, [www.insuranceeurope.eu](http://www.insuranceeurope.eu), abgerufen am 22. Juni 2012.

<sup>15</sup> EFAMA reply to consultation paper on ESMA's draft technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the alternative investment fund managers directive, 2011, Seite 17-27.

<sup>16</sup> ESMA's technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Fund Managers Directive, Final Report, 2011, [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu), abgerufen am 22. Juni 2012.

mehrheitlich berücksichtigt hat, stimmte die AIFM-Branche zunächst optimistisch. Die Zuversicht dürfte jedoch wieder verfliegen, weil der im Entwurf vorliegenden Level II-Bericht<sup>17</sup> nicht allen Empfehlungen der ESMA folgt<sup>18</sup>. Einige der Bedenken in Bezug auf die Versicherbarkeit der Berufshaftpflichtrisiken eines AIFM sind nachfolgend erläutert:

Eine Unklarheit ergibt sich aus der Definition für ‚relevante Personen‘<sup>19</sup> in Verbindung mit Artikel 14(1). Danach soll der AIFM für die fehlende Überwachung des AIFM durch seine Aufsichts- und Führungsorgane im Rahmen der Berufshaftpflicht [gegenüber Kunden und Investoren] haften. Tatsächlich aber haften die Aufsichts- und Führungsorgane zuerst gegenüber dem AIFM und dann auch gegenüber Kunden und Investoren für Schäden aufgrund einer Pflichtverletzung in ihrer Eigenschaft als Organe des AIFM. Es handelt sich hier um eine Organhaftpflicht der Aufsichts- und Führungsverantwortlichen, die dafür mit ihrem persönlichen Vermögen haften. Das Organhaftpflichtrisiko wird daher in einer Berufshaftpflichtversicherung<sup>20</sup> für gewöhnlich ausgeschlossen<sup>21</sup>. Um der Forderung der AIFM-Richtlinie in diesem Punkt gerecht zu werden, wäre zusätzlich der Abschluss einer Organhaftpflichtversicherung<sup>22</sup> notwendig<sup>23</sup>.

Unklar ist ferner Artikel 14(2)(f), wonach die Berufshaftpflichtrisiken auch Verluste in Bezug auf Unterbrechung des Geschäftsbetriebs, Systemausfälle, Prozessmanagement beinhalten. Es stellt sich die Frage, ob in der Berufshaftpflichtpolice auch Ereignisse aus sogenannt höherer Gewalt<sup>24</sup> gedeckt sein sollen, oder nur der fahrlässige Umgang mit diesen Gefahren und Ereignissen<sup>25</sup>.

Zu beachten ist weiter, dass die Begriffsdefinition ‚relevante Personen‘ auch Drittorganisation des AIFM einschließt, namentlich ‚natürliche oder juristische Personen, die vom AIFM beauftragt worden sind, Dienstleistungen für den Zweck der Fondsverwaltung zu erbringen‘<sup>26</sup>. Das Berufshaftpflichtrisiko des AIFM umfasst demnach die fahrlässigen Handlungen und Unterlassungen der von ihm beauftragten Dienstleister. Hier scheint der Gesetzgeber eine Gefährdungshaftung<sup>27</sup> für die AIFM einzuführen. Anstatt den AIFM lediglich für die fehlerhafte Auswahl, Beauftragung und Überwachung eines Dienstleisters zu behaften, wird der AIFM für Pflichtverletzungen des beauftragten Dienstleisters, einer Drittorganisation, die ein AIFM i.d.R. nicht kontrollieren kann<sup>28</sup>, umfassend haftbar gemacht<sup>29</sup>.

<sup>17</sup> Entwurf Level II-Bericht, Stand Juni 2012.

<sup>18</sup> AIMA, Analysis of divergences between EU Commission's draft regulation implementing the AIFMD and the ESMA advice, 2012

<sup>19</sup> Nach Artikel 2(d)(i) umfasst der Begriff auch Aufsichts- und Führungsorgane, Partner und Geschäftsleiter des AIFM.

<sup>20</sup> Die Berufshaftpflichtversicherung deckt den Schaden des AIFM aus einem Schadenersatzanspruch aufgrund einer Pflichtverletzung des AIFM oder einer versicherten Person, für die der AIFM haftbar ist.

<sup>21</sup> Professional Indemnity Insurance, The Insurance Institute of London, 2010, Seite 82, bezüglich 'risks excluded because more properly covered elsewhere'.

<sup>22</sup> Die Organhaftpflichtversicherung deckt den Schaden einer versicherten Organperson (oder entschädigt den AIFM insoweit dieser die versicherte Person schadlos gehalten hat) aus einem Schadenersatzanspruch aufgrund einer Pflichtverletzung einer versicherten Organperson des AIFM.

<sup>23</sup> Die Organhaftpflichtversicherung kann die Berufshaftpflichtversicherung jedoch alleine nicht ersetzen: ESMA, Final Report, 2011, Annex IV (34), Seite 375: ‚ESMA considered that directors' liability insurance cover may not replace the PII cover which was prescribed to AIFM by the AIFMD'.

<sup>24</sup> Die höhere Gewalt (von lat. vis maior) liegt nach deutscher Rechtsprechung vor, wenn das schadenverursachende Ereignis von außen einwirkt, also seinen Grund nicht in der Natur der gefährdeten Sache hat (objektive Voraussetzung) und das Ereignis auch durch die äußerst zumutbare Sorgfalt weder abgewendet noch unschädlich gemacht werden kann (subjektive Voraussetzung). Allerdings muss beachtet werden, dass der französische [force majeure] und der englische Begriff [acts of God] mit der deutschen „höheren Gewalt“ nicht deckungsgleich sind', www.wikipedia.org, abgerufen am 22. Juni 2012.

<sup>25</sup> AIMA Note: Analysis of divergences between EU Commission's draft regulation implementing the AIFMD and the ESMA advice, Seite 9.

<sup>26</sup> AIFM-Richtlinie Level II-Bericht, Artikel 2(d)(iii) (Übersetzung des Autors).

<sup>27</sup> ‚Im Unterschied zur Haftpflicht wegen unerlaubter Handlung kommt es bei einer Gefährdungshaftung auf die Widerrechtlichkeit der Handlung oder ein Verschulden des Schädigers nicht an', www.wikipedia.org, abgerufen am 22. Juni 2012.

<sup>28</sup> EFAMA's reply to ESMA's consultation on AIFMD Level 2, 2011, Seite 20

<sup>29</sup> Zum Zeitpunkt des Schreibens, war nach Rückfrage bei Versicherern keine Bereitschaft auszumachen, beauftragte Dienstleister in die Berufshaftpflichtversicherung des AIFM einzuschliessen. Vielmehr wurde darauf hin-

Um diesen Teil mit einer positiven Feststellung zu ergänzen, seien zwei - für die Versicherbarkeit der Risiken entscheidende - Punkte erwähnt, die der Level II-Bericht den Empfehlungen der ESMA folgend geklärt hat:

Erstens, stellt die Richtlinie in Artikel 14(1) klar, dass es bei den Berufshaftpflichtrisiken nur um Schäden aus *fahrlässigen* (d.h. nicht aus absichtlichen) Handlungen und Unterlassungen des AIFM geht. Diese Klärung ist wichtig, da Berufshaftpflichtversicherungen vorsätzliche Handlungen aus grundsätzlichen Überlegungen ausschließen würden<sup>30</sup>. Dies gilt insbesondere für das in der Richtlinie erwähnte Prospekthaftungsrisiko, namentlich ‚falscher und irreführender Aussagen gegenüber den AIF oder seinen Investoren‘, insofern diese vorsätzlich gemacht würden.

Und zweitens, stellt die Richtlinie klar, dass zwar die Verluste der Investoren aufgrund fahrlässig fehlerhafter Bewertung der Vermögen und Berechnung der Anteile durch den AIFM gedeckt sein sollen. Hingegen die Anlage- und Marktrisiken davon zu unterscheiden sind, die nicht durch eine Berufshaftpflichtversicherung abgedeckt werden müssen<sup>31</sup>.

Mit Blick auf die etlichen – vom Standpunkt der Versicherbarkeit - noch ungeklärten Punkte wird es sich weisen müssen, ob geeignete Versicherungslösungen für den AIFM angeboten werden können. Und falls ja, zu welchem Preis. Während die Ziele der AIFM-Richtlinie, die Investoren besser zu schützen, allgemein akzeptiert werden, ist das Mittel einer obligatorischen Berufshaftpflichtversicherung oftmals einschränkend und manchmal gar schädlich. Dies gilt insbesondere in kleinen Versicherungsmärkten, wie demjenigen für die AIFM.

---

gewiesen, dass der beauftragte Dienstleister selbst über eine angemessene Haftpflichtversicherung [bzw. zusätzliches Eigenkapital] verfügen müsste.

<sup>30</sup> CEA comments on AIFM Directive level II implementing measures for professional indemnity insurance (Article 9), Seite 2, 2011, [www.cea.eu](http://www.cea.eu).

<sup>31</sup> AIFM-Richtlinie Level II-Bericht, Präambel (34).

### 2.3 Anreize für ein effektives Risikomanagement

Der Druck von institutionellen Investoren<sup>32</sup> wie auch die steigende Konkurrenz unter den AIFM führen zu einem zunehmend transparenten, professionellen Ansatz für die Identifikation, Bewertung, Bewältigung und Überwachung der operationellen Risiken. Vor allem größere AIFM<sup>33</sup> haben dem seit Jahren Rechnung getragen und ein internes Risk Management System für operationelle Risiken aufgebaut.

Das operationelle Risikomanagement der AIFM-Richtlinie orientiert sich an den EU-Richtlinien für andere Finanzdienstleister<sup>34</sup>. In der Regulierung der Finanzindustrie scheint sich offenbar ein ‚one size fits all‘-Ansatz durchzusetzen: Was für Banken gilt, gilt für Versicherer, und gilt nun auch für den Fondsmanager. Demnach soll der AIFM ein effektives internes Management der operationellen Risiken, das insbesondere auch die Berufshaftpflichtrisiken umfasst, einrichten und betreiben<sup>35</sup>. Dieses schließt das Führen einer Datenbank ein, welches die Verluste gemäß Artikel 14, Absatz 2 der Richtlinie<sup>36</sup> historisch erfasst, und diese mit externen Verlustdaten sowie Szenario Analysen und Faktoren ergänzt.

Mittelgroße Vermögensverwalter<sup>37</sup> unterstützen ihr Risikomanagement oftmals mit einfacheren Office-Tools (z. B. Excel). In der Regel stößt die Unterstützung durch Excel nach wenigen Jahren an seine Grenzen. Sobald sich das Konzept in einer Pilotphase bewährt hat, sollte für den effizienten

---

<sup>32</sup> Insofern Fondsbeteiligungen mit alternativen Anlagen, gewöhnlich nicht an Retail-Kunden, sondern nur an institutionelle Investoren oder sonst wie qualifizierte Anleger vertrieben werden dürfen, wird in diesem Kapitel der Begriff ‚Investoren‘ ausschliesslich im Sinne von ‚institutionelle oder sonst wie qualifizierte Anleger‘ verwendet.

<sup>33</sup> Die Grösse eines AIFM bezieht sich auf die organisatorische Struktur einerseits und die verwalteten Vermögen andererseits und dient dem Autor behelfsmässig zur Differenzierung von Massnahmen im Bereich des Risiko Managements. Ein kleiner AIFM dürfte Vermögen von 10 bis 500 Millionen EUR verwalten; ein mittelgrosser 300 Millionen bis 5 Milliarden EUR; ein grössere AIFM ab 3 Milliarden bis 20 und mehr Milliarden EUR.

<sup>34</sup> Ähnliche Forderungen an das Management von OpRisk finden sich in den Richtlinien zu Basel II für Banken, Solvency II für Versicherungen oder UCITS IV für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren.

<sup>35</sup> AIFM-Richtlinie Level II-Bericht, Artikel 15,(1-7).

<sup>36</sup> Siehe Abschnitt 2.1 oben.

<sup>37</sup> Siehe Fussnote 33.

Betrieb auf eine daten-bankgestützte Lösung gewechselt werden, welche eine professionelle Datenhistorisierung mit Audit Trail, ein Berechtigungskonzept sowie eine einfache IT-Unterstützung im Arbeitsablauf des Risk Management z.B. über Statusinformationen ermöglicht. Insbesondere für größere AIFM mit verwalteten Vermögen ab ca. zehn Milliarden Euro ist der Ansatz der AIFM-Richtlinie, die Berechnung der zusätzlichen Eigenmittel von historischen Verlustdaten abhängig zu machen<sup>38</sup>, ein Anreiz für eine datenbank-gestützte Risikomanagement-Anwendung. Mit dem primären Ziel, die operationellen Risiken zu reduzieren, kann anschließend mit dem Nachweis besserer Verlustdaten für eine Verringerung der Eigenmittel argumentiert werden.

Ein Risikomanagement System, das die internen Verlustdaten erfasst und diese mit externen Daten sowie Szenario Analysen und Faktoren ergänzt, wie von der AIFM-Richtlinie eingefordert<sup>39</sup>, bedingt erfahrungsgemäß einen *integrierten* Ansatz. Die Gründe dafür werden in den folgenden Zeilen kurz umrissen<sup>40</sup>. Erstens gehört bei größeren vermögensverwaltenden Instituten der nicht-integrierte „Silo-Ansatz“ in der Bewirtschaftung der Markt-, Kredit- und Organisationsrisiken zu den wichtigsten Ursachen von Risikomanagement-Versagen<sup>41</sup>. Die Erfahrung zeigt mitunter, dass unterschiedliche Risikokategorien zusammenwirken und einander verstärken. Zweitens sind gleichzeitig viele zentrale Funktionen einer Organisation<sup>42</sup> in Risiko-Management-Aktivitäten involviert. Ein integrierter Ansatz stellt sicher, dass diese Funktionen unternehmensweit koordiniert und verknüpft werden. Bei Finanzinstituten wie Banken und Versicherungen stehen seit einigen Jahren spezielle IT-

Anwendungen<sup>43</sup> im Einsatz, die den integrierten Ansatz im Risikomanagement zu unterstützen. Diese Anwendungen ermöglichen den dauerhaft revisionssicheren Betrieb eines Risikomanagements. Sie sind in der Lage, historische Verlustdaten zu erfassen, diese mit Risikoereignissen zu verknüpfen und auszuwerten<sup>44</sup>, wie von der AIFM-Richtlinie postuliert<sup>45</sup>. Die AIFM-Verantwortlichen erhalten dadurch eine holistische Sicht auf das Risikomanagement und können Fehlentscheidungen aufgrund von Nichterkennen und Fehlbeurteilungen von Risiken vermeiden.

Risikomanagement ist ein kontinuierliches Bestreben. Ein AIFM wird die Vorgaben und Prozesse des Risikomanagements regelmäßig, mindestens jährlich, überprüfen und wenn notwendig anpassen<sup>46</sup>. Entsprechend sind die Kosten-/Nutzenaspekte einer IT-Unterstützung für ein integriertes Risikomanagement zu evaluieren. Größere Fondsverwalter mit mehreren Nutzern werden eigene, interne IT-Lösungen installieren. Mittelgroße Fondsverwalter werden eine ausgelagerte IT-Lösung, mit einer vorkonfigurierten Anwendung bevorzugen, gegebenenfalls kombiniert mit punktuell externer Unterstützung des Risikomanagement. Letztlich sollten die Maßnahmen insgesamt darauf hinzielen, die Risikofähigkeit zu erhöhen und die Gesamt-Risikokosten, bestehend aus Eigenmittel-, Versicherungs- und Schadenkosten sowie den Kosten für das Risikomanagement zu verringern.

Zum Schluss dieses Abschnittes sei noch bemerkt, dass gerade für kleinere Institute<sup>47</sup> (wie dies bei

<sup>38</sup> AIFM-Richtlinie Level II-Bericht, Artikel 16(4), welcher die Höhe der erforderlichen Eigenmittel auf den Verlauf historischer Verlustdaten bezieht.

<sup>39</sup> AIFM-Richtlinie Level II-Bericht, Artikel 15(2)

<sup>40</sup> Die Anforderungen an die Ausgestaltung des Risikomanagement eines Fondsverwalters können im Rahmen dieses Kapitels nicht abschliessend besprochen werden.

<sup>41</sup> Dr. Daniel Imfeld, Operational Risk Management in Practice, 2011, Seite 3, www.garp.org, abgerufen am 22. Juni 2012.

<sup>42</sup> wie interne Kontrolle (IKS), interne Revision, Sicherheits- und Business Continuity Management sowie die Compliance- und Corporate Governance Funktion

<sup>43</sup> Sogenannte GRC-Anwendungen; GRC steht an dieser Stelle für Governance – Risk Management – Compliance. GRC-Anwendungen sind datenbank-basierte IT-Lösungen mit Workflow-Unterstützung, einer kompletten und überprüfaren Daten-Historie, granularen Zugriffsrechten für die Nutzer und flexiblen Controlling Funktionen auf Bereichs- und Geschäftsleitungsebene. Die IT-Lösung sollte in der Lage sein die unterschiedlichen Reifegrade des Risikomanagement eines Unternehmens zu begleiten, da in der Praxis ein vollständiges Rollout eines unternehmensweiten Risikomanagement bis zu drei Jahre dauern kann.

<sup>44</sup> Dr. Daniel Imfeld, Operational Risk Management for Asset Managers, 2011, www.garp.org, abgerufen am 22. Juni 2012

<sup>45</sup> AIFM-Richtlinie Level II-Bericht, Artikel 15(2-5).

<sup>46</sup> AIFM-Richtlinie Level II-Bericht, Artikel 15(6).

<sup>47</sup> Kleine bis mittelgroße AIFM stehen im Unterschied zu den ganz großen Vermögensverwaltern vor speziellen Herausforderungen: (i) Sie verwalten als Kleinfirmen mit wenig Personal (meist weniger als hundert Personen und manchmal weniger als zwanzig Personen) große Finanzvermögen von mehreren hundert Millionen bis einigen Milliarden Euro. (ii) Spezielle Funk-

AIFM häufig der Fall sein wird) die Forderungen der AIFM-Richtlinie insofern an der Realität vorbeizugehen scheinen, als eine große Mehrheit von kleineren und selbst mittelgroßen AIFM bisher nie mit Schadenersatzansprüchen konfrontiert war und wohl kaum sein wird. Die Verlustdaten werden somit für einen kleinen AIFM weder statistisch signifikant noch belangvoll sein. Die Level II-Richtlinie vermisst den in der Empfehlung der ESMA enthaltenen Hinweis<sup>48</sup>, wonach die Ausgestaltung des Risikomanagement der jeweiligen Größe und Organisation des AIFM sowie der Art, des Umfangs und der Komplexität des Geschäfts des AIFM angemessen Rechnung tragen soll<sup>49</sup>.

### 3 Abdeckung der Berufshaftpflichtrisiken

In der Praxis sind es letztlich oftmals die Investoren, die Wertverluste und Schäden an ihrem Vermögen aus den Berufshaftpflichtrisiken eines Fondsverwalters erleiden. Etwaige Schadenersatzansprüche der Investoren sind zwar aus dem Einkommen oder dem Eigenkapital des Fondsverwalters zu begleichen. Die eigenen Mittel des Fondsverwalters reichen jedoch nicht immer aus. Allenfalls stellt der Investor Schadenersatzansprüche direkt gegen die Führungsorgane des Fondsverwalters. Denn Aufsichts- und Führungspersonen haften im Rahmen der gesetzlichen Organhaftpflicht mit ihrem persönlichen Vermögen. Die Durchsetzung solcher Klagen ist jedoch schwierig und deren Erfolg unsicher. Einige institutionelle Investoren verlangen vom Fondsverwalter daher den Ab-

schluss einer Vermögensschadenversicherung<sup>50</sup>. So hat die Finanzkrise 2008 gezeigt, dass zahlreiche Investoren Verluste<sup>51</sup> erlitten, für deren Schadenersatz das Eigenkapital des Fondsverwalters nicht ausgereichte. Eventuell vorhandene Berufshaft- und Organhaftpflichtversicherungen waren in ihrer Deckungssumme unzureichend oder der Versicherer machte vertragliche Bedingungen gelten, um die Schadenersatzansprüche der Investoren gegen den Fondsverwalter nicht oder nur teilweise zu decken. Die Richtlinie betrachtet daher die Eigenmittel beziehungsweise die Berufshaftpflichtversicherung eines AIFM als ein wichtiges Instrument, die Interessen der Investoren zu schützen: „Um sicherzustellen, dass AIFM ihre Verwaltungsdienste für AIF kontinuierlich und regelmäßig erbringen und um die potenziellen Risiken von AIFM im Rahmen ihrer Berufshaftpflicht hinsichtlich all ihrer Tätigkeiten abzudecken, einschließlich der Verwaltung von AIF im Rahmen einer Aufgabenübertragung, ist es notwendig, die Anwendung von Mindesteigenkapitalanforderungen vorzusehen. Dem AIFM sollte es freigestellt sein, potenzielle Risiken im Rahmen ihrer Berufshaftpflicht durch zusätzliche eigene Finanzmittel oder durch eine angemessene Berufshaftpflichtversicherung abzudecken.“<sup>52</sup>

#### 3.1 Quantitative Anforderungen an die Eigenmittel

Die Richtlinie legt sodann die Höhe der zusätzlichen Eigenmittel für die Absicherung gegen Haftpflichtrisiken fest. Die zusätzlichen Eigenmittel sollen 0,01 Prozent der verwalteten Vermögen betragen. Die verwalteten Vermögen entsprechen dem absoluten Betrag aller Vermögen sämtlicher von einem AIFM verwalteten AIFs, einschließlich der Vermögenspositionen, die mit Hilfe finanzieller Hebel erworben wurden. Derivative Instrumente sind zu Marktwerten anzurechnen<sup>53</sup>.

---

tionen für eine Risikomanagement- oder Kontrolltätigkeit existieren eher selten. Solche Funktionen werden bisher auf Teilzeitbasis von Linienmanagern wahrgenommen. Eine ausdrückliche Trennung von Verantwortlichkeiten z.B. zwischen Geschäftsentscheid und Risikomanagement ist in der Praxis schwierig bis unmöglich. (iii) Es handelt sich um junge Organisationen mit kreativen Portfoliomanagern und Produktentwicklern und einer gewissen Tendenz zum Starkult für erfolgreiche Portfoliomanager. Für kleine bis mittelgroße AIFM gilt es, die richtige Balance von Geschäftsförderung, Risikomanagement und Kontrolle zu finden, welche einerseits die Chancenausnutzung nicht abwürgt, aber andererseits auch die unbewusste Inkaufnahme von Risiken verhindert und damit zum weiteren Ausbau des Geschäfts beiträgt.

<sup>48</sup> ESMA, Final Report, 2011, Seite 35, Box 6, Artikel 1.

<sup>49</sup> AIMA Note: Analysis of divergences between EU Commission's draft regulation implementing the AIFMD and the ESMA advice, Seite 10

<sup>50</sup> Die sogenannte Vermögensschaden-Haftpflichtversicherung schliesst als Deckungsbausteine die Organ- und Berufshaftpflicht ein.

<sup>51</sup> Beispielsweise Schäden der Investoren aus dem Schneeball-System der Madoff-Fonds oder aus dem Konkurs der Lehman Bank.

<sup>52</sup> AIFM-Richtlinie Level I-Bericht, Präambel, Absatz 23.

<sup>53</sup> AIFM-Richtlinie Level II-Bericht, Artikel 16(2).

Die variable Höhe der verwalteten Vermögen als Risikoindikator zu verwenden, ist konsistent mit dem in der OGAW-Richtlinie<sup>54</sup> gewählten Ansatz und basiert auf der Annahme, dass die Risiken eines AIFM im Verhältnis zur Höhe der verwalteten Vermögen stehen. Für die Berechnung der zusätzlichen Eigenmittel soll der AIFM die Höhe der verwalteten Vermögen einmal jährlich feststellen und anschließend fortwährend beobachten. Bei signifikanten Änderungen<sup>55</sup> wird er die Eigenkapitalerfordernis neu berechnen und das zusätzliche Eigenkapital ohne Verzug in entsprechendem Umfang anpassen müssen<sup>56</sup>.

Die zuständigen Behörden der Mitgliedstaaten können im Übrigen eine Reduzierung der zusätzlich benötigten Eigenmittel auf 0,008 Prozent der verwalteten Vermögen genehmigen. Dazu muss der AIFM nachweisen, dass basierend auf seinen historischen Verlustdaten über einen Zeitraum von drei Jahren ein geringerer Betrag ausreicht, um alle relevanten Schadenersatzansprüche zu decken. Im umgekehrten Fall, dass ein AIFM aufgrund der historischen Verlustdaten einer höheren Haftung ausgesetzt ist, können die notwendigen Eigenmittel den Satz von 0,01 Prozent der verwalteten Vermögen übersteigen<sup>57</sup>. Ähnlich wie in der Banken- und Versicherungsbranche dürften nur sehr große AIFM statistisch signifikante Verlustdaten aus operationellen Risiken ausweisen können. Insofern wird diese Bestimmung in der Praxis wohl wenig Anwendung finden. Zudem sollte ein AIFM mit verwalteten Vermögen von zehn Milliarden EUR vor Augen halten, dass dokumentierte, gut verlaufende Verlustdaten zu einer Verringerung des zusätzlichen Eigenkapitals von lediglich 200,000 EUR führen. Verwalter von kleineren AIF würden entsprechend weniger einsparen können.

<sup>54</sup> EU-Directive 2009/65/EC, Article 7(1)(a)(i)

<sup>55</sup> Der Level II-Bericht vermisst eine klare Definition dessen, welche Änderung denn signifikant wäre.

<sup>56</sup> AIFM-Richtlinie Level II-Bericht, Artikel 16(3).

<sup>57</sup> AIFM-Richtlinie Level II-Bericht, Artikel 16(4-5).

### 3.2 Quantitative Anforderungen an die Berufshaftpflichtversicherung

Beschließt ein AIFM, die operativen und haftpflichtrechtlichen Risiken mittels einer Berufshaftpflichtpolice<sup>58</sup> abzudecken, so bemisst sich die Höhe der Versicherungssumme an der Höhe der verwalteten Vermögen<sup>59</sup> und seinem individuellen Risikoprofil. Die versicherte Summe für einen einzelnen Schadenersatzanspruch muss nach der Richtlinie mindestens 0.7% der verwalteten Vermögen betragen. Aggregiert für alle Schadenersatzansprüche pro Jahr<sup>60</sup> soll die Versicherungssumme der Berufshaftpflichtversicherung mindestens 0.9% der verwalteten Vermögen<sup>61</sup> aufweisen.

Ein vom AIFM zu tragender Selbstbehalt<sup>62</sup> einer Versicherung ist in voller Höhe mit Eigenkapital zu unterlegen<sup>63</sup>. Die Höhe des Selbstbehalts kann darüber hinaus frei mit dem Versicherer vereinbart werden<sup>64</sup>. Daraus ergibt sich für den AIFM theoretisch die Flexibilität, Eigenmittel und Berufshaftpflichtpolice anteilig zu verwenden<sup>65</sup>.

### 3.3 Risikofinanzierung vs. Risikotransfer

Weil ein Versicherungsvertrag rechtliche Unsicherheiten mit sich bringt, sind die Prozentsätze der zwei Instrumente zur Risikoabsicherung unterschiedlich<sup>66</sup>. Tatsächlich ist die erforderliche Summe der Haftpflichtversicherung (basierend auf einem Prozentsatz von 0.9%) betragsmäßig neun-

<sup>58</sup> ESMA verwendet den Begriff Professional Indemnity Insurance (PII).

<sup>59</sup> Deren Berechnung erfolgt gleich wie in Kapitel 3.1 oben für die Berechnung des zusätzlichen Eigenkapitals bereits beschrieben.

<sup>60</sup> ESMA, Final Report, 2011, Seite 35, Box 9, Artikel 2.

<sup>61</sup> AIFM-Richtlinie Level II-Bericht, Artikel 17(3-4)

<sup>62</sup> Die Höhe des Selbstbehaltes liegt üblicherweise zwischen einem und zehn Prozent der Versicherungssumme. Mit einem Selbstbehalt, den ein Versicherter zu tragen hat, bevor eine Versicherungsleistung ausbezahlt wird, motiviert der Versicherer den Versicherungsnehmer, Schäden vorzubeugen. Der in Englisch vorliegende Entwurf des Level II-Berichts verwendet den Begriff ‚Excess‘, der in diesem Text mit ‚Selbstbehalt‘ übersetzt wird. Oberhalb dieses Selbstbehaltes steht die Versicherungssumme in voller Höhe zur Verfügung. Der ähnlich verwendete englische Begriff ‚deductible‘ bedeutet analog ‚Selbstbehalt als Bestandteil der Versicherungssumme‘. Siehe Professional Indemnity Insurance, The Insurance Institute of London, 2010, Seite 87.

<sup>63</sup> AIFM-Richtlinie Level II-Bericht, Artikel 17(2)(d)

<sup>64</sup> Nach Erfahrung des Autors ist eine Prämienverbilligung für einen nicht versicherten Selbstbehalt von mehr als 10% der Versicherungssumme aus Sicht des Versicherten oft gering.

<sup>65</sup> AIFM-Richtlinie Level II-Bericht, Präambel (38).

<sup>66</sup> AIFM-Richtlinie Level II-Bericht, Präambel (36).

zig Mal höher als die der zusätzlichen Eigenmittel (basierend auf einem Satz von 0.01%).

Ob die Höherbewertung der Sicherheit von Eigenkapital im Vergleich zu Versicherungskapital um den Faktor Neunzig gerechtfertigt ist, sei dahingestellt. Im praktischen Kontext sind derart unterschiedliche Prozentsätze nach Auffassung des Autors kaum zu erklären<sup>67</sup>. Ein einfaches Beispiel veranschaulicht dies:

- Angenommen, ein AIFM verwaltet Vermögen von einer Milliarde EUR.
- Entweder hinterlegt nun ein AIFM zusätzliche Eigenmittel in der Höhe von 100,000 EUR (0.01 Prozent von einer Milliarde EUR) zu geschätzten Kapitalkosten von 15 bis 20,000 EUR jährlich<sup>68</sup>.
- Oder der AIFM kauft eine Berufshaftpflichtversicherung mit einer Versicherungssumme von neun Millionen EUR (d.s. 0,9 Prozent von einer Milliarde EUR) zu geschätzten Prämienkosten von mindestens 200,000 EUR jährlich<sup>69</sup>.
- Der Versicherer dürfte zudem einen Selbstbehalt von mindestens einem Prozent der Versicherungssumme verlangen (d.s. 90,000 EUR).

Tatsächlich gibt es kaum einen Grund, weshalb ein AIFM für die Versicherung optieren sollte, da die Versicherungskosten um ein Vielfaches höher als die Eigenkapitalkosten ausfallen. Dazu käme, dass der Betrag des Selbstbehaltes (d.h. 90,000 EUR) wiederum mit Eigenkapital zu unterlegen ist, was die Versicherungsoption als gänzlich unsinnig erscheinen lässt.

<sup>67</sup> Es wird vermutet, dass entweder Fehler in der technischen Übertragung der Empfehlungen der ESMA unterlaufen sind, oder Missverständnisse in der Berechnung der Eigenmittel bestehen. So enthielt der Schlussbericht der ESMA fehlerhafte Berechnungsbeispiele für das zusätzliche Eigenkapital. Einerseits geht der Bericht für die Eigenmittelberechnung von einem Faktor von 0.0001 (das sind 0,01 Prozent) multipliziert mit dem Betrag der verwalteten Vermögen aus (siehe ESMA, Final Report, 2011, Seite 33, Absatznummer 15). Andererseits ergeben bei einem folgenden Berechnungsbeispiel für verwaltete Vermögen von € 1 Milliarde Gesamt-Eigenmittel von € 1 Million, was rechnerisch einem Faktor von 0,001 (beziehungsweise 0,1 Prozent) entspräche (vergleiche ESMA, Final Report, 2011, Seite 37, Absatznummer 26 (i)).

<sup>68</sup> Auf Basis geschätzter Kapitalkosten von 15-20%.

<sup>69</sup> Aktuelle Schätzung des Autors auf Basis vergleichbarer Versicherungsangeboten

Insofern die verwendeten Prozentsätze lediglich einem Entwurf des Level II-Berichts entnommen worden sind, ist zu hoffen, dass im finalen Bericht die beiden Prozentsätze angepasst werden. Falls nicht, ergibt sich aus der Richtlinie kein finanzieller Anreiz für den AIFM, die Berufshaftpflichtrisiken mit einer Versicherung abzudecken<sup>70</sup>.

Demgegenüber anzufügen ist, dass nach der Auffassung der European Private Equity and Venture Capital Association EVCA “[...] die Berufshaftpflichtversicherung das weitaus bessere Instrument zur Absicherung der Risiken für die Investoren aus beruflichen Fehlern des AIFM ist als zusätzliches Eigenkapital. Durch die Forderung nach zusätzlichem Kapital wird die Fähigkeit der Eigentümer des AIFM (typischerweise dessen Senior Management), selbst in den AIF zu investieren, stark eingeschränkt. Dies war herkömmlich der wichtigste Mechanismus, auf den die Private Equity und Wagniskapital Investoren beharrten, um die Interessen des AIFM mit denjenigen der Investoren in Einklang zu bringen.”<sup>71</sup>

Folge dessen ist es essentiell, dass die Maßnahmen des Level II-Berichts es den AIFM nach wie vor erlauben, den Schutzmechanismus der Berufshaftpflichtversicherung als sinnvolle Alternative zur Unterlegung der Risiken durch Eigenkapital zu verwenden.

### 3.4 Anforderungen an die Gestaltung des Versicherungsvertrags

Eine allfällig abgeschlossene Berufshaftpflichtversicherung muss sodann den Anforderungen der Richtlinie an den Versicherungsvertrag<sup>72</sup> genügen.

<sup>70</sup> Während die Empfehlung der ESMA für die Versicherungssumme noch einen Minimalbetrag von zwei Millionen EUR und einen Maximalbetrag von zwanzig Millionen EUR vorsah, sind im vorliegenden Entwurf der Richtlinie diese Betragsgrenzen weggefallen (Siehe dazu die AIMA Note: Analysis of divergences between EU Commission’s draft regulation implementing the AIFMD and the ESMA advice, Seite 11). Damit entfällt ein allfälliger Vorteil für grössere AIFM mit verwalteten Vermögen von über 2.5 Milliarden EUR. Deren versicherungsbasierte Risikokosten dürften ansteigen, was umgekehrt die Unterlegung durch die Eigenmittelweiter für AIFM in den Vordergrund rücken lässt.

<sup>71</sup> EVCA, Response to ESMA’s draft technical advice to the European Commission on possible implementing measures of the Alternative Investment Fund Managers Directive, 2011, www.evca.eu, accessed on 22 June 2012 (freie Übersetzung des Autors).

<sup>72</sup> AIFM-Richtlinie Level II-Bericht, Artikel 17(2).

Sie soll eine Laufzeit von nicht weniger als einem Jahr und eine Kündigungsfrist von nicht weniger als neunzig Tagen aufweisen<sup>73</sup>. Sie muss weiter sämtliche in Artikel 14, Absatz 1 und 2 aufgeführten Risiken abdecken. Der Versicherer muss für die Berufshaftpflichtversicherung zugelassen und nach EU-Recht reguliert und beaufsichtigt sein<sup>74</sup>. Der Versicherungsvertrag ist sodann einmal jährlich zu überprüfen und an regulatorische Veränderungen anzupassen.

Der Verband der europäischen Versicherer und Rückversicherer CEA (Comité Européen des Assurances) kritisierte im Verlauf der Vernehmlassung die detaillierte Regulierung des Versicherungsverhältnisses und die damit eingeschränkte Vertragsfreiheit zwischen dem AIFM und dem Versicherer. Dennoch hat die Wertschriftenbehörde ESMA an der vorgeschlagenen Regulierung festgehalten. Dabei ging es der ESMA um den Schutz der Investoren gegenüber den Eigeninteressen des AIFM, sowie um die Befürchtung, dass nicht geregelte Versicherungsverträge im Schadenfall nicht greifen würden und die Schadenersatzansprüche der Investoren nicht gedeckt wären<sup>75</sup>.

## 4 Empfehlungen für den AIFM

### 4.1 Empfehlungen im Rahmen der gesetzlichen Anforderungen

Nach dem gegenwärtigen Stand des Entwurfs des Level II-Berichts zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie stehen für den AIFM zwei Maßnahmen im Vordergrund: Erstens gilt es, die neuen Anforderungen an die Bewältigung der operationellen Risiken beziehungsweise der Berufshaftpflichtrisiken umzusetzen. Zweitens wird er die Berufshaftpflichtrisiken mit dem notwendigen zusätzlichen Eigenkapital unterlegen. Für AIFM, die bisher keinen Bedarf für eine Berufshaftpflichtversicherung erkannten, ist

die AIFM-Richtlinie für sich alleine kein Grund, nun eine solche abzuschließen. Die Abdeckung der Berufshaftpflichtrisiken, um lediglich der Richtlinie zu genügen, erfolgt weitaus günstiger und flexibler über die Aufstockung des zusätzlichen Eigenkapitals. AIFM hingegen, die ihre Berufshaftpflichtrisiken - aus anderen Überlegungen - bereits versichert haben, eröffnet sich die Möglichkeit, die Versicherung dem Eigenkapital anrechnen zu lassen. Der damit einhergehende Verlust der vertraglichen Freiheit zwischen dem AIFM und seinem Versicherer sollte jedoch nicht unterschätzt werden.

### 4.2 Empfehlungen für die selbstgewählte Haftpflichtversicherung

Berufshaftpflicht- und Organhaftpflichtversicherungen haben im Risikomanagement mittlerer und größerer AIFM seit vielen Jahren einen festen Platz. Der Grund für eine Haftpflichtversicherung liegt weniger in den aufsichtsrechtlichen Anliegen zum Schutz der Investoren. Vielmehr ist es das eigene Interesse der Führungsorgane eines AIFM, sich und ihr persönliches Vermögen vor sowohl gerechtfertigten wie auch haltlosen Ansprüchen der Investoren zu schützen<sup>76</sup>. Zudem kann eine Haftpflichtversicherung einen gewissen Schutz vor Kosten infolge von Untersuchungen der Aufsichtsbehörde gegen die Führungsorgane gewähren. Insbesondere, wenn Behörden aus Übersee involviert sind, können Untersuchungskosten in bis zu siebenstelliger Höhe entstehen. Für kleinere Organisationen ist es zudem schwierig, die aufsichts-, zivil- und strafrechtlichen Risiken eines AIFM abzuschätzen und entsprechende Rückstellungen zu machen. Die Abwälzung des Risikos gegen eine jährliche Versicherungsprämie ist für manche Fondsverwalter zielführender.

In der Praxis gibt es oft Missverständnisse, welche Haftpflichtversicherung welche Art von Schadenersatzansprüchen decken soll. Es ist möglich, sowohl

<sup>73</sup> Der Schlussbericht mit den Empfehlungen der ESMA enthält die Forderung einer 90-Tage Kündigungsfrist noch nicht.

<sup>74</sup> Es ist nach Auffassung des Autors unklar, ob Nicht-EU Versicherer grundsätzlich nicht zugelassen sind, oder ein Nicht-EU Versicherer lediglich den Äquivalenztest erfüllen muss. Die diesbezügliche Klärung im Schlussbericht der ESMA wurde in den Level II-Bericht nicht übernommen.

<sup>75</sup> ESMA's Final Report, 2011, Seite 257

<sup>76</sup> Obwohl eine Entschädigungs- bzw. Schadloshaltungsvereinbarung mit dem AIFM die Organperson vor unberechtigten Ansprüchen schützen kann, kann diese im Falle grober Fahrlässigkeit nichtig sein. Denn Verträge können zwingendes Haftpflichtrecht nicht wegbedingen.

die Berufshaftpflicht- wie auch die Organhaftpflichtversicherung als Standard-Police, quasi 'von der Stange' zu kaufen. Die Gefahr eines solchen Vorgehens liegt für die Versicherten darin, dass im Falle eines Anspruchs oder einer Untersuchung, die Versicherer unter sich streiten welche der Policen für den Fall nun zuständig ist. Daher sollten die beiden Versicherungspolicen gut auf einander abgestimmt sein, um Deckungslücken und Doppelversicherung zu vermeiden<sup>77</sup>. Die Versicherungsindustrie hat spezielle Versicherungslösungen für Private Equity und Hedge Fonds Manager entwickelt, um ihren spezifischen Bedürfnissen gerecht zu werden. Diese Lösungen schützen wirksam das Eigenkapital des Fondsmanagers und letztlich auch das persönliche Vermögen der Aufsichts- und Führungsorgane. Für den AIFM ist es jedoch wichtig, dass dessen Aufsichts- und Führungsorgane die Verbindung zwischen der Organhaftpflichtversicherung und den Entschädigungsklauseln der ‚Limited Partners‘ Vereinbarungen oder ähnlicher Verträge gut kennen.

Die nachstehende Abbildung 2 zeigt die wichtigsten Einflussfaktoren auf die Berufs- und Organhaftpflichtversicherung in der Übersicht.

**Abbildung 2: Einflussfaktoren bezüglich der Haftpflichtversicherung**



Copyright: Walker Risk Solution AG

Das wichtigste Kriterium beim Abschluss oder bei der Erneuerung einer Haftpflichtversicherung ist für die meisten Aufsichts- und Führungsorgane eines AIFM die Höhe der Versicherungssumme und der Prämie. Während später, im Falle eines Schadens, die Höhe der Versicherungssumme durchaus zentral sein wird, ist dannzumal die Höhe der Prämie eher unbedeutend. Viel wichtiger für die Versicherten, aber auch schwieriger zu beurteilen, sind indes die Versicherungsbedingungen; die Fähigkeit des Versicherers, im Versicherungsvertrag auf die besonderen Risiken des AIFM einzugehen; die Bereitschaft des Versicherers im Schadenfall, die Ansprüche rasch und im ‚Sinn und Geist‘ des Versicherungsvertrages zu erledigen; sowie die Servicequalität und die Kompetenz des Versicherungsbrokers.

Zuerst zu den tendenziell einfacheren Kriterien, d.h. der Versicherungssumme und dem Preis: Die Höhe der Versicherungssumme folgt in der Praxis *nicht* einer proportionalen Formel auf Basis der verwalteten Vermögen, wie dies die AIFM-Richtlinie vorsieht. Sie soll vielmehr dem individuellen Risikoprofil und der Risikofähigkeit des AIFM Rechnung tragen. Als Richtwert für mittlere Fondsmanager gilt, dass die Höhe der Versicherungssumme zwischen einem und drei Prozent der verwalteten Vermögen betragen sollte. Für kleinere AIFM sind hingegen zwei bis fünf Prozent ange-

<sup>77</sup> Hier bietet der Versicherungsmarkt seit einigen Jahren spezielle Lösungen für AIFM an, die in Form einer kombinierten Haftpflichtversicherung sowohl die Risiken des AIFM aus der Berufshaftpflicht, wie auch die Risiken der Organe aus der Organhaftpflicht abdecken. Die sogenannte Vermögensschaden-Haftpflichtversicherung schliesst als Deckungsbausteine die Organ- und Berufshaftpflicht ein. Durch die Kombination in einer Police werden Deckungslücken und Überschneidungen vermieden. Da die Versicherungssumme für beide Risiken kombiniert gilt, ist diese in der Regel kostengünstiger als zwei Policen mit je einer Versicherungssumme für die Risiken aus der Berufs- und der Organhaftpflicht. Optional können weitere Bausteine eingeschlossen werden, wie beispielsweise die Vertrauensschadenversicherung.

messen. Die Versicherungskosten für AIFM stehen in einer degressiven Beziehung zu den verwalteten Vermögen und machen jeweils nur einen Bruchteil der Versicherungssumme aus. Prämien beginnen bei ca. zehntausend EUR jährlich und betragen entsprechend mehr für größere Strukturen.

Der AIFM kann und soll bei einer selbstgewählten Haftpflichtversicherung die Vertragsmodalitäten weitgehend mitgestalten. Die Vertragsfreiheit zwischen Versicherer und AIFM bedingt, dass letzterer sich bezüglich der versicherbaren Risiken, des Marktangebotes und des Versicherungsvertrags kompetent macht<sup>78</sup>. Bei komplexen Verträgen der Teufel steckt im Detail. Ausschlüsse in den Standardprodukten der Versicherer machen den Versicherungsschutz meist dort, wo ihn ein Fondsverwalter erwarteten würde, unwirksam. Beispielsweise muss im Falle, dass die Fonds in der Police des Fondsverwalters mitversichert werden, geprüft werden, ob Ansprüche von diesem gegen den Fondsverwalter nicht ausgeschlossen sind<sup>79</sup>. Nach Ansicht des Autors und von Fachanwälten<sup>80</sup> drohen sowohl Ansprüche des Anlegers, wie auch Haftpflichtansprüche des Fonds gegen den Fondsverwalter. Daher sollte eine umfassende Versicherung neben den Ansprüchen von Anlegern und Dritten auch die Ansprüche des Fonds gegen den Fondsverwalter einschließen. Weiter, da Haftpflichtpolicen für AIFM in der Regel dem Anspruchserhebungsprinzip (englisch: claims made) folgen, ist der Wortlaut der Anspruchsfreiheitserklärung (sogenannte ‚no claims declaration‘) im Antragsfragebogen sowie die Regelung der Rückwärtsdeckung in der Police von entscheidender Bedeutung<sup>81</sup>. So

dann ist es wichtig, dass die Policen die geografische und rechtliche Struktur des AIFM korrekt abbilden. Globale Versicherungsprogramme gelten in einzelnen Ländern als „non-admitted insurance“ und sind gesetzlich nicht zulässig. Jedenfalls ist eine fachkundige Überprüfung der Versicherungsverträge vor Abschluss angezeigt.

Die Versicherer werden zur Bestimmung der Versicherungsbedingungen und der Prämienhöhe - neben der Höhe der verwalteten Vermögen - weitere wichtige Risikofaktoren berücksichtigen, wie die Investorenbasis, die Struktur des AIFM und seinen AIFs, der Anlageschwerpunkt und die Erfahrung der Manager, die Fähigkeit des AIFM, eigene Risikorückstellungen vorzunehmen, sowie weitere AIFM-spezifische Risiken, wie beispielsweise die Anzahl VR-Mandate in Portfolio Gesellschaften, ob für einzelne Kunden sogenannte Managed Accounts angeboten werden, oder ob es sich bei den AIF um Single oder Dachfonds oder einer Kombination davon handelt. Die offerierte Versicherungsprämie ist sodann abhängig von der gewünschten Höhe der Versicherungssumme und des Selbstbehaltes sowie dem in den Vertragsbedingungen gewährten Umfang des Versicherungsschutzes. Häufig werden AIFM-spezifische Lösungen angeboten, wobei die Angebote der Versicherer oft deutliche Prämienunterschiede aufweisen. Ein Prämienvergleich mit anderen AIFM ist schwierig. Die Kosten der Versicherung sollten jedoch deutlich unter den entsprechenden Eigenkapitalkosten eines AIFM liegen - selbst unter Einberechnung eines Faktors für die Unsicherheiten eines Versicherungsvertrags, da Versicherer ihrerseits nach Solvency II nur einen Teil der Risiken mit Eigenmitteln unterlegen müssten.

Was die versicherbaren Risiken betrifft, die über diejenigen der Haftpflicht hinausgehen, so werden AIFM in ihrem Risiko Management vor allem die finanziellen Folgen von Betrug und Veruntreuung<sup>82</sup>

<sup>78</sup> Dazu meint der europäische Verband der Versicherer CEA: 'While the role of insurers is to provide insurance protection under specific circumstances outlined within their policies, it is not normally within the insurer's role to advise on how much insurance a business should buy. [...] AIFMs are more likely to better understand the risks they face and the needs of their customers, as well as the nature of the market in which they operate. Various AIFMs will further better understand the demands brought upon them by their regulators and supervisors.' Zitiert aus: Comments on AIFM Directive level II implementing measures for professional indemnity insurance (Article 9), 14 January 2011, Seite 3.

<sup>79</sup> Berufshaftpflichtpolicen enthalten in der Regel einen „Insured vs. Insured“-Ausschluss, der solche Ansprüche vom Versicherungsschutz ausnimmt.

<sup>80</sup> Nigel Sanders, Claims against Custodians, Investment Managers and Investment Advisors, publiziert auf [www.ogier.com](http://www.ogier.com), 2009.

<sup>81</sup> Siehe: Professional Indemnity Insurance, The Insurance Institute of London, 2010, Seite 87

<sup>82</sup> Betrügerische Machenschaften eigener Mitarbeiter oder aussenstehender Dritter ziehen sich oft über Jahre hinweg und können einen hohen finanziellen Schaden anrichten. Zudem bedroht eine Rufschädigung PE/VC Firmen in ihrer Existenz. Strafrechtliche Verfolgung sowie haftpflicht- und aktien-

oder dem Ausfall von Schlüsselpersonen bei sich oder in investierten Unternehmen berücksichtigen wollen. Rechts- und Gegenparteirisiken aus vertraglichen Gewährleistungen beim Verkauf von Vermögenswerten können abgesichert werden. Weitere Gefahren für AIFM von Private Equity liegen im Bereich der Corporate Finance Transaktionen: Manchmal kommt ein Deal nicht wie erwartet zustande. Dies gibt dem Zielunternehmen Anlass, eine Schadenersatzforderung für entgangene Finanzierungsmöglichkeiten oder wegen angeblichen Missbrauchs ihrer urheberrechtlich geschützten und vertraulichen Informationen zu erwägen. Bei Investitionen im Ausland können Kreditausfälle oder politisch motivierte Konfiskationen hohe Verluste für die Investoren erzeugen, die nun versichert werden sollen. Es liegt in der Natur all dieser Gefahren, dass sie sich selten manifestieren. Falls aber doch, so beeinträchtigen sie die Fähigkeit des Fondsverwalters, die Investitionen zu schützen, berechnete Ansprüche von Investoren zu begleichen und unberechtigte erfolgreich abzuwehren. So hat bereits die European Venture Capital Association (EVCA) ihren Mitgliedern im Sinne der Selbst-Regulierung empfohlen, den Versicherungsbedarf regelmäßig mit dem eigenen Risikoprofil und der Risikotragfähigkeit abzustimmen<sup>83</sup>. Dies mit dem Ziel, sich selbst, die Fonds und damit letztlich die Investoren vor Vermögensverlusten besser zu schützen.

Die Versicherungsmärkte sind eng, denn es gibt nur wenige Versicherungsgesellschaften mit einem spezifischen Angebot für AIFM. Dazu kommt, dass der Beratungsbedarf beim AIFM gewöhnlich sehr hoch ist, und dass es nur wenige spezialisierte Broker mit ausreichender Erfahrung gibt. Mangelnde Transparenz im Versicherungsangebot führt oftmals dazu, dass ein AIFM entscheidet, das Risiko weiterhin selbst zu tragen und sich nicht zu versichern.

---

rechtliche Forderungen sind oft die Folge. Spezielle Versicherungen können den Eigenschaden aus Betrug und Veruntreuung mindern.

<sup>83</sup> EVCA Handbook 2011, The Professional Standards for Private Equity and Venture Capital, Seite 35 und 36, 2011, [www.evca.eu](http://www.evca.eu), abgerufen am 22. Juni 2012

### 4.3 Handlungsbedarf für AIFM

Der Handlungsbedarf im Bereich ihres Risiko- und Versicherungsmanagement ist für jeden AIFM individuell zu eruieren. Je nach Ausgangssituation sind folgende Maßnahmen angezeigt:

1. Dokumentieren der Haftpflichtrisiken und der historischen Verlustdaten als Teil des operativen Risikomanagements. Größere AIFM dürften vorsehen, das firmenweite Risikomanagement mit reversionssicheren IT-Anwendungen zu unterstützen.
2. Zusätzliche Eigenmittel zur Abdeckung der Berufshaftpflichtrisiken entsprechend der AIFM-Richtlinie kalkulieren und bereitstellen.
3. Überprüfen, inwiefern Risikotransfer und Versicherung den risiko-basierten Kapitaleinsatz strategisch verbessern kann.
4. Bei der nächsten Erneuerung der Versicherungsverträge sicherstellen, dass die Berufshaftpflichtpolice den regulatorischen Anforderungen genügt, damit sie als Eigenmittlersatz berücksichtigt werden kann.
5. Sicherstellen, dass die bestehenden Policen die operativen und haftpflichtrechtlichen Risiken adäquat abdecken, und dass sie die geografische und rechtliche Struktur des AIFM korrekt abbilden.
6. Überprüfen, inwiefern die Versicherungskosten auf einzelne Kostenträger der AIFM-Struktur umgelegt werden können, um Kostentransparenz zu erhalten.
7. Bei der Auflage neuer AIF oder bei signifikanten Änderung der verwalteten Vermögen: Die zusätzliche Risikoabdeckung entsprechend der AIFM-Richtlinie kalkulieren und bereitstellen.
8. Verständnis intern bei den Partnern und leitenden Organen aufbauen; es muss der Zusammenhang verstanden werden, wie die Organhaftpflichtpolice mit der Entschädigungsvereinbarung im LP Agreement oder ähnlichen Vertragsdokumenten zusammenwirkt.

Der enge Zeitplan für die Umsetzung der neuen Regelwerke erfordert vorausschauendes Planen und rechtzeitiges Umsetzen der Maßnahmen, um die sich neu ergebenden Chancen erkennen und ergreifen zu können.

## 5 Fazit

Die EU Kommission ist daran, die operationellen Gefahren und die damit verbundenen Haftpflichtrisiken der AIFM zu regulieren. Das Management dieser Risiken ist auf dem Radarschirm der europäischen Aufsichtsbehörden und steht damit auch im Zentrum der Führungsaufgaben des AIFM. Prioritär wird der AIFM die Anforderungen an das Management von operationellen und Berufshaftpflichtrisiken analysieren und allfällige Defizite rechtzeitig beheben müssen. Sodann ist das zusätzliche Eigenkapital für die Abdeckung Berufshaftpflichtrisiken zu bestimmen. Nach dem gegenwärtigen Stand<sup>84</sup> der Richtlinie dürfte die ab 2013 geforderte Abdeckung der Berufshaftpflichtrisiken mittels des zusätzlichen Eigenkapitals weitaus günstiger und flexibler erfolgen als mittels einer gesetzlich geregelten Berufshaftpflichtversicherung.

Die Gründe für eine freiwillige, über die Forderungen der AIFM-Richtlinie hinausgehende Absicherung des AIFM bleiben indes bestehen: Nicht nur Investoren wollen vor Vermögensverlusten abgesichert sein, auch die Führungsorgane eines AIFM, genauer ihr persönliches Vermögen und dasjenige der die AIFM-Struktur, sollen vor Verlusten und Schadenersatzansprüchen geschützt werden. Die Vermögensschadenversicherung eliminiert das Risiko unkalkulierbar hoher Kosten aus Haftpflichtansprüchen einschließlich behördlicher Untersuchungskosten wirkungsvoll. Entscheidend bleibt, die Lösung auf das Risikoprofil und die Risikotragfähigkeit eines jeden AIFM anzupassen.



[gregory.walker@risksolution.ch](mailto:gregory.walker@risksolution.ch)

---

<sup>84</sup> Entwurf des Level II-Berichts zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie vom Juni 2012.