



P+P Pöllath + Partners **Rechtsanwälte · Steuerberater**

Berlin · Frankfurt · München

DIE REGULIERUNG VON MANAGERN ALTERNATIVER INVESTMENTFONDS NACH DER RICHTLINIE

unter Berücksichtigung der geplanten Durchführungsbestimmungen
(**Level 2 Maßnahmen**)

1. Regulierungsziele

Regulierung und Überwachung der Manager und ihrer Tätigkeiten zur
Begrenzung der Risiken für

- Anleger*
- Gegenparteien (Gläubiger)
- Andere Finanzmarktteilnehmer
- Stabilität des Finanzsystems

Mittel:

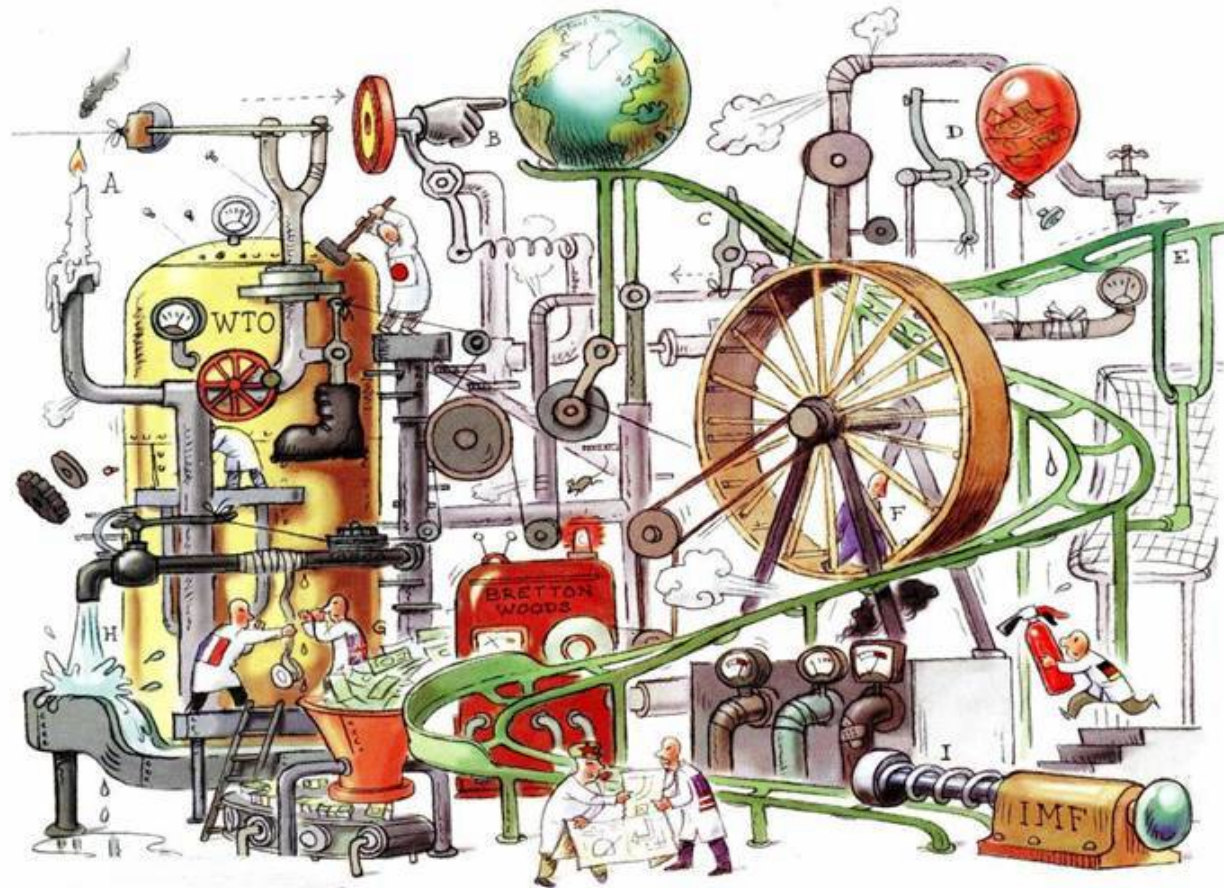
- Erlaubnispflichten
- Informationspflichten, Eingriffsrechte der Aufsicht
- Vertriebsbeschränkungen
- Vergütungsbeschränkungen
- Investitionsbeschränkungen (PE)

*Hauptziel der in den USA mit Gesetz vom 21. Juli 2010 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) verabschiedeten Bestimmungen („**US Advisors Act**“)

2. Abgestufte Regelungsmechanik

- EU-Richtlinie (seit 21. Juli 2011 in Kraft)
 - Weiter regulatorischer Rahmen
- EU-Durchführungsbestimmungen (2011/2012)
 - Konkretisierung durch Erlass weiterer Durchführungsbestimmungen („Level 2 Maßnahmen“)
 - Konsultationspapier zur Umsetzung wesentlicher Bestandteile der Level 2 Themen durch ESMA vom 13. Juli / 23. August 2011
 - Abschließender Vorschlag durch ESMA an die Kommission am 16. November 2011
 - Erste Vorschläge durch die EU-Kommission im I. Quartal 2012
- Nationale Gesetzgebung (bis 2013)
 - (Umsetzung Stufe 1 und 2, weitere Konkretisierung) z. B. zusätzliche Anforderungen bei Vertrieb von Fonds-Anteilen an Verbraucher (Retail); Ausnahmen beim Mindestkapital von Managern

3. ESMA Durchführungsbestimmungen



Source: *The Economist*

4. Themenbereiche der ESMA Konsultationspapiere

- Allgemeine Vorschriften
 - Anwendungsbereich / Ausnahmen
 - Zulassung und operative Anforderungen

- Verwahrstellen

- Transparenz
 - Jahresbericht und Informationspflichten gegenüber Anlegern
 - Hebelfinanzierungen (einschließlich Methoden der Berechnung von Hebelfinanzierung und das Risiko für den alternativen Investmentfonds)

- Aufsicht und Drittstaaten

5. Übersicht Level 2 Maßnahmen (Auswahl)

Artikel der Richtlinie	ESMA Level 2 Maßnahmen
Art. 3 Ausnahmen für „kleine“ Manager	konkrete Berechnung des Schwellenwertes
Art. 6 ff. Zulassung des Managers	Eigenmittel und Berufshaftpflichtversicherung
Art. 12 ff. Allgemeine Anforderungen an Manager	<ul style="list-style-type: none"> - Gebührende Sorgfaltspflichten (due diligence requirements) - Ausführung von Entscheidungsprozessen - Anreizsysteme (inducements) - Angemessenes Handeln (fair treatment) - Vergütung - Interessenkonflikte - Risikomanagement
Art. 19 Bewertung	Verfahren der Bewertung
Art. 20 Übertragung von Management Funktionen	Verfahrensregeln zur Übertragung
Art. 21 Depotbanken	Auswahl und Funktionsbereich
Art. 22 Transparenzpflichten	Veröffentlichungspflichten gegenüber Investoren und Behörden
Art. 25 Hebelfinanzierung	Berechnungsmethoden der Hebelfinanzierung

6. Anwendungsbereich der Richtlinie

- **EU-AIFM / EU-AIF**
 - EU-Manager, die EU-Fonds verwalten oder vertreiben

- **EU-AIFM / Dritt-AIF**
 - EU-Manager, die Drittstaaten-Fonds verwalten

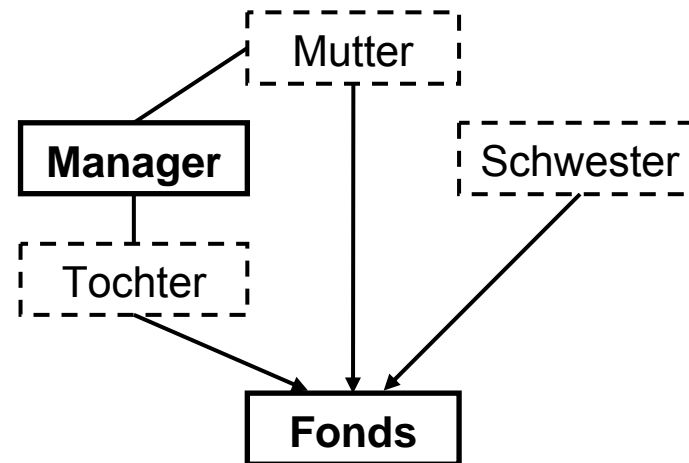
- **Dritt-AIFM / EU-AIF**
 - Drittstaaten-Manager, die EU-Fonds in der Union verwalten oder vertreiben

- **Dritt-AIFM / Dritt-AIF**
 - Drittstaaten-Manager, die einen oder mehrere Drittstaaten-Fonds in der Union vertreiben

6. Anwendungsbereich der Richtlinie

Die Richtlinie findet keine Anwendung auf

- Ausgewählte nationale und supranationale Institutionen
- Reine **Holdingsgesellschaften**, Mitarbeiterbeteiligungs- oder Mitarbeiterpensionsprogramme sowie Verbriefungs-SPV
- Manager, soweit sie Fonds verwalten, deren einzige Investoren Mutter-, Schwester- oder Tochterunternehmen des Managers sind, sofern keiner der Anleger selbst ein Fonds ist (**Konzernprivileg**)



7. Erleichterungen nach der Richtlinie

- Die Richtlinie sieht einfachere Regeln für „kleine“ Manager vor, deren
 - verwaltetes Vermögen einschließlich aller durch den Einsatz von Fremdfinanzierung erworbenen Aktiva nicht mehr als **EUR 100 Mio.** beträgt
 - verwaltetes Vermögen nicht mehr als **EUR 500 Mio.** beträgt, wenn nur in Fonds investiert wird, die auf Einsatz von Fremdkapital verzichten und die keine Rückgaberechte innerhalb der ersten 5 Jahre vorsehen
- Bestimmung der Fremdfinanzierungsebene bei Private Equity Fonds:
 - = nur auf Ebene des Fonds
 - ≠ auf Ebene der Portfoliogesellschaft
- Grundsätzlich keine weiteren Änderungen der Schwellenwerte auf Level 2 Ebene. Jedoch Möglichkeit von strengeren Regelungen durch die Mitgliedstaaten und **Konkretisierung der Berechnung „verwaltetes Vermögen“ durch ESMA**

7. Erleichterungen nach der Richtlinie

- „Kleinere“ Manager sind zwar grundsätzlich von der Richtlinie ausgenommen, unterliegen aber Registrierungspflichten und müssen gewisse Auskunftspflichten erfüllen:
 - Investmentstrategie bei Registrierung
 - Regelmäßiger Bericht über wesentliche Kapitalanlagen und Anlagenschwerpunkte
 - Meldepflicht bei Überschreiten der Grenzen für Erleichterungen
- Es besteht die Möglichkeit, sich freiwillig der gesamten Richtlinie zu unterwerfen (sog. „**Opt-in-Klausel**“)

7. ESMA zu Erleichterungen

- ESMA bezieht sich bei der Definition des vom Manager verwalteten Vermögens auf „**total value of assets**“ unter der Berücksichtigung von Vermögensgegenständen, die durch Hebelfinanzierung erworben wurden
- ESMA erwägt jedoch auch andere Methoden der Bewertung zuzulassen (Anschaffungskosten der gehaltenen Vermögenswerte, Kapitaleinzahlungen abzüglich Rückzahlungen)
- **Berechnungsperiode** des „total value of assets“
(**mindestens jährlich + regelmäßige Überwachung („monitoring“)**)
- **Überschreitung** des Schwellenwertes und Dauer der Überschreitung
(**ab drei Monate** gelten als nicht vorübergehend)

7. ESMA zu Erleichterungen

- ESMA konkretisiert die technischen Ausführungen zur **Opt-in-Klausel**:
 - Manager, die den Regelungen der Richtlinie unterstellt werden möchten, sollen die Behörde des Heimatstaates kontaktieren und einen **Antrag auf Zulassung** stellen, welcher den regulären Aufnahmekriterien der Richtlinie entspricht
 - Manager, die bereits durch die Behörden zugelassen sind, aber unter den Schwellenwert fallen, **(i)** können die zuständigen Behörden benachrichtigen, dass sie weiter unter die Regelungen der Richtlinie fallen möchten (eine Verpflichtung hierzu besteht jedoch nicht) oder **(ii)** sie benachrichtigen die zuständigen Behörden über den Umstand, dass sie dauerhaft unter den Schwellenwert fallen und die **Zulassung zurückgeben** möchten

7. EVCA zu Erleichterungen

- EVCA unterstützt den Ansatz, zur Berechnung des Schwellenwertes die gesamten „*assets under management*“ (**AuM**) heranzuziehen, weist jedoch auf Schwierigkeiten bei der Bestimmung der AIF respektive AIFM hin
- EVCA akzeptiert die jährliche Berechnung des Nettoinventarwertes, aber verlangt, dass ein **zusätzliches „monitoring“** auf **halbjährliche** eingeschränkte Überprüfungen reduziert wird
- EVCA schlägt als Merkmal der dauerhaften **Überschreitung** des Schwellenwertes einen Zeitraum von **sechs Monaten** vor

8. Zulassung des Managers nach der Richtlinie

Wer ist Manager?

- Nur ein Manager pro Fonds
- Externer Manager oder Fonds selbst
- Tätigkeitsverbot mit **Erlaubnisvorbehalt**
- Um eine Erlaubnis zu erhalten, muss der Manager
 - über Mitarbeiter verfügen, die ausreichend **gute Referenzen** und Erfahrung vorweisen können
 - Aktionäre oder Mitglieder haben, die für eine solide Führung geeignet sind (d. h. **Kontrolle der Anteilseigner**), wenn sie mehr als 10 % am Manager halten
 - den Hauptsitz und den eingetragenen **Sitz im selben Mitgliedstaat** haben
 - **Kapitalanforderungen** erfüllen

9. Kapitalanforderung an einen Manager

- Nach der Richtlinie muss ein Manager, der ein **intern verwalteter Fonds** ist, über ein Anfangskapital von **mind. EUR 300.000** verfügen
- Ein **externer Manager** muss ein Anfangskapital von **mind. EUR 125.000** haben
- Wenn der Wert der vom Manager verwalteten Portfolien EUR 250 Mio. übersteigt, muss der Manager über **zusätzliche Mittel von 0,02 %** des Betrags, um den der Wert der verwalteten Portfolien EUR 250 Mio. übersteigt, verfügen, jedoch nicht mehr als **EUR 10 Mio.**
- Unabhängig von der Höhe der oben genannten Anforderungen dürfen die Eigenmittel zu keiner Zeit weniger als 25 % der durchschnittlichen Kosten des Managers betragen
- **Zusätzlich: weitere Eigenmittel oder Abschluss einer Berufshaftpflichtversicherung**

9. Kapitalanforderung

a) ESMA zu Eigenmittel und Berufshaftpflichtversicherung

- Eigenmittel
 - **Option 1**
0,01 % des Wertes des von dem Manager verwalteten Portfolios des Fonds
 - **Option 2**
0,0015 % des Wertes des vom Manager verwalteten Fonds zzgl. 2 % der *maßgeblichen Einkünfte*
- Berufshaftpflicht

Mindestdeckung pro Schadenfall	Mindestdeckung pro Jahr
<ul style="list-style-type: none"> - 0,75 % über 250 EUR Mio. - mind. EUR 2 Mio. - max. EUR 25 Mio. 	<ul style="list-style-type: none"> - 1,0 % über EUR 250 Mio. - mind. EUR 2,5 Mio. - max. EUR 25 Mio. - der Betrag, der entsprechend der Berechnung der Eigenmittel benötigt würde, um potentielle Haftungsrisiken abzudecken

9. Kapitalanforderung

b) EVCA zu Eigenmittel und Berufshaftpflichtversicherung

- EVCA sieht Schwierigkeiten in der Definierbarkeit der zu versichernden Personen. EVCA schlägt deshalb vor, den Begriff „*relevant persons*“ durch einen Verweis auf „die Direktoren des Managers, Leitende Angestellte, Mitarbeiter oder Dritte Personen, für welche der Manager stellvertretend haftet“, zu präzisieren
- EVCA sieht in der Bezugsgröße „maßgebliche Einkünfte“ keine adäquate Bezugsgröße zur Berechnung der Eigenmittel
- Die zusätzliche Berufshaftpflichtversicherung wird grundsätzlich nicht kritisiert

10. Verhaltensregeln (Risikomanagement)

- Nach den Vorgaben der **Richtlinie** muss ein Manager u. a. auch die Funktion des **Risikomanagements von den operativen Einheiten funktional und hierarchisch trennen**
- **ESMA** schlägt vor, dass Manager auf Basis der UCITS Regeln umfassende Verfahrensregeln zum Risikomanagement erstellen sollen
 - Das Risikomanagementverfahren des Managers hat Angaben über Bedingungen, Inhalt und Intervall der Berichterstattung zu enthalten
 - Grundsätzlich muss jeder Manager ein Risikomanagementverfahren einführen. Allerdings sollen Art, Umfang und Komplexität des Fonds bei der Entwicklung des Risikomanagementverfahrens Berücksichtigung finden
- **EVCA** ist gegen die Trennung von Risikomanagement und Portfolioverwaltung, da Risikomanagement eine ureigene Aufgabe des Private Equity Sektors sei und durch die Trennung der Fokus verschoben würde

10. Verhaltensregeln (Auslagerung von Funktionen)

- Die **Richtlinie** sieht vor, dass bestimmte Aufgaben des Managers an Dritte nach Anzeige an die zuständige Behörde übertragen werden können
- Wesentliche Voraussetzungen hierfür sind:
 - Der Ausführende muss, soweit notwendig, für die Tätigkeit zugelassen sein und mit den zuständigen Behörden kooperieren
 - Der Manager muss nachweisen, dass der Ausführende qualifiziert und in der Lage ist, die Tätigkeit auszuüben, und diesen ständig überwachen. Er muss die Übertragung der Aufgaben sofort beenden, falls dies im Interesse der Investoren ist
 - „**Objektive Gründe**“

10. Verhaltensregeln (Auslagerung von Funktionen)

- **ESMA** konkretisiert die **objektiven Gründe**, die Grundlage der Übertragung von Aufgaben an Dritte sein können:
 - **Option 1: UCITS-RL-Ansatz: Erhöhung der Effizienz des Managers**
 - **Option 2:** maßgeblich u. a. Optimierung der geschäftlichen Funktion und Abläufe, Kostenersparnis, zusätzliche Fachkenntnisse durch den Ausführenden sowie Zugangsmöglichkeiten zu globalen Handelsplätzen
- Darüber hinaus schlägt **ESMA** folgende Institutionen als mögliche Ausführende vor:
 - **UCITS-RL Managementgesellschaften**
 - **MIFID-Wertpapierdienstleister (Finanzportfolioverwaltung)**
 - **bestimmte Kreditinstitutionen**
 - **andere zugelassene AIFM**

10. Verhaltensregeln (Auslagerung von Funktionen)

- **EVCA** kritisiert die „Ansammlung“ von objektiven Gründen in Option 2 und spricht sich deshalb für die Übernahme von Option 1 und somit die Anlehnung an die Regelungen der UCITS-RL aus
- **ECVA** schlägt vor, die Liste der möglichen Institutionen, an welche Aufgaben übertragen werden können, auf vergleichbare Institutionen auszuweiten. So sollte nach Ansicht von EVCA ebenfalls die deutsche Anlageverwaltung (*collective portfolio management*) aufgenommen werden, da sie einem der MIFID vergleichbaren Regelwerk unterliegt

11. Bewertung der Assets des AIF und der AIF-Anteile

- Die Bewertung muss erfolgen
 - durch einen **externen, unabhängigen Gutachter oder**
 - **durch den Manager selbst**, wenn die Bewertung funktional vom Portfolio-Management getrennt ist und eine Vergütungspolitik vorhanden ist, wonach Interessenkonflikte vermieden werden
- Die Bewertung muss mindestens einmal jährlich und im Falle eines geschlossenen Fonds bei jeder Kapitalerhöhung oder Herabsetzung (= jeder Kapitalabruf, jede Ausschüttung?) stattfinden

11. ESMA zu Bewertung

- Bewertung des **Vermögenswerts des Fonds**
 - Der Manager muss **Verfahrensregeln** erarbeiten, welche die Bewertungsmethoden beschreiben
 - Die Verfahrensregeln müssen die **Aufgabenverteilung der Beteiligten** regeln
 - Wird die Bewertung durch den Manager selbst durchgeführt, so müssen die Verfahrensregeln die **funktionale Unabhängigkeit der Bewertung** sicherstellen
- Berechnung des **Nettoinventarwerts pro Anteil**
 - Berechnung muss bei „each issue or subscription of shares/units of AIF“ und mindestens einmal jährlich erfolgen
 - Die Berechnung muss dokumentiert und durch den Manager überprüft werden

11. EVCA zu Bewertung

- Bewertung des **Vermögenswerts des Fonds**
 - EVCA weist darauf hin, dass die in der Industrie anerkannten Bewertungsstandards die *Private Equity and Venture Capital Guidelines* („IPEV“) sind. Ihnen liegt das Prinzip der Bewertung nach „Fair Value“ zugrunde. Dadurch würde Übereinstimmung mit den International Financial Reporting Standards erzielt
- Berechnung des **Nettoinventarwerts pro Anteil**
 - EVCA problematisiert die Definition des zu berechnenden Anteils, da es im Rahmen der alternativen Investmentfonds auch Gesellschaften gibt, die keine Anteile ausgeben, sondern nur aus vertraglichen Vereinbarungen bestehen
 - Da in geschlossenen Fonds-Strukturen Anteile grundsätzlich nicht zurückgenommen werden, ist die Bewertung der Anteile sekundär. Sie sollte deshalb in Relation zu den Kosten gesehen werden

12. Richtlinie zur Depotbank

- Der Manager hat sicherzustellen, dass für jeden Fonds eine Depotbank bestellt wird
- Die Depotbank muss im Heimatstaat des Fonds und bei Nicht-EU-Fonds im Drittland, in welchem der Fonds beheimatet ist, oder Heimatstaat des Managers oder im Referenzmitgliedstaat des Managers operieren
- Die Depotbank muss insbesondere gewährleisten:
 - Überwachung der Zahlungsströme
 - Verwahrung von Finanzinstrumenten
 - Verkauf, Ausgabe und Einziehung von Fondsanteilen müssen dem geltenden Recht und den Fondsbestimmungen entsprechen
 - der Wert der Anteile des Fonds muss in Übereinstimmung mit dem geltenden Recht und den Bestimmungen des Fonds berechnet werden
- Die Depotbank haftet bei Pflichtverletzungen dem Manager bzw. den Investoren des Fonds unmittelbar

12. ESMA zu Depotbank

- Aufgrund der verschiedenen Typen von Fonds, die ein Manager möglicherweise managt, schlägt ESMA **kein Vertragsmodell** für einen Depotbankvertrag vor
- Die Depotbank muss jede Transaktion buchhalterisch spiegeln
- **Kein vorheriges Zustimmungs- oder Vetorecht durch die Depotbank bei jedem Kapitalabruf.** Es muss aber sichergestellt werden, dass die Depotbank alle Informationen in Bezug auf Cash Transaktionen erhält
- Vorgabe durch die ESMA von Kontroll- und Überblickfunktion, dass keine Anlage- und Hebelfinanzierungsbegrenzungen verletzt werden. Hier ex ante Kontrolle und Vetorecht durch Depotbank
- Depotbank ist haftbar für Verluste, die dem Fonds oder den Investoren entstehen. Die Depotbank haftet ebenfalls für Verluste, die durch Dritte entstehen, an die die Depotbank Aufgaben delegiert hat. Die Depotbank kann sich jedoch unter bestimmten Umständen exkulpiieren

12. EVCA zu Depotbank

- EVCA kritisiert, dass ESMA über die in der Richtlinie vorgegebenen **Grenzen hinausgeht**, insbesondere bei Aufsicht und Haftung
- Die Depotbank soll auf die Rolle der Aufsicht beschränkt werden. Etwaige **Vetorechte** sind **in der Richtlinie so nicht vorgesehen**. Risiko, dass die Depotbank durch Vetorecht Investitionsentscheidungen trifft
- Aufgrund der Vorgaben durch ESMA werden Aufgaben doppelt wahrgenommen, die unnötig **zusätzliche Kosten** auslösen. So überschneiden sich unter anderem Aufgabenbereiche von Wirtschaftsprüfung und Depotbank
- EVCA sieht die Gefahr, dass die Aufgaben der Depotbank teilweise **außerhalb ihrer Einfluss-Sphäre** liegen und damit die Depotbank zu einer Art Versicherer wird

13. Drittstaaten

- Die **Richtlinie** sieht in allen Bereichen auch Regelungen zum Umgang mit Drittstaaten vor, hierzu gehört auch die Einführung eines „*Passport*“ für Drittstaaten-Manager. Allerdings wird der „*Passport*“ für Drittstaaten-Manager frühestens 2015 umgesetzt werden
- Das „zweite“ **ESMA Consultation Paper** hat die Umsetzungs- und Kooperationsvereinbarung mit Drittstaaten zum Gegenstand
- Wesentliche Punkte sind:
 - Fragen der Übertragbarkeit von Aufgaben an Unternehmen aus einem Drittstaat
 - Bestellung einer Drittstaat-Depotbank
 - Kooperation zwischen EU und Drittstaat über die Aufsicht von Managern und Fonds



Uwe Bärenz
P+P Pöllath + Partners
Attorneys at Law – Tax Advisors
 Potsdamer Platz 5
 10785 Berlin
 Tel.: 030 253 53 122
 Fax: 030 253 53 995
 uwe.baerenz@pplaw.com
 http://www.pplaw.com

P+P Pöllath + Partners

Attorneys-at-Law • Tax Advisors

- Private Funds
- Asset Management / Private Equity
- Transactions
- Real Estate

P+P Law Firm of the Year 2010 in Deutschland



P+P ist "Private equity law firm of the year 2010" und "Private funds law firm of the year 2010". Diese Auszeichnung erhielt die Sozietät von der Fachpublikation ACQ und bestätigt ihre federführende Stellung im Markt, die die Kanzlei ihrer eingehenden Kenntnis der Branche und jahrzehntelanger Erfahrung verdankt. P+P übernimmt Fondsstrukturierungen für ein großes Spektrum der bekanntesten deutschen und internationalen Fondsinitiatoren sowie für spezialisierte Fonds-Boutiquen.

BERLIN

Potsdamer Platz 5
 10785 Berlin
 Phone: +49 (30) 25353-0
 Fax: +49 (30) 25353-999
 E-Mail: ber@pplaw.com

FRANKFURT / MAIN

Hauptwache, Zeil 127
 60313 Frankfurt
 Phone: +49 (69) 247047-0
 Fax: +49 (69) 247047-30
 E-Mail: fra@pplaw.com

MÜNCHEN

Kardinal-Faulhaber-Str. 10
 80333 Munich
 Phone: +49 (89) 24240-0
 Fax: +49 (89) 24240-999
 E-Mail: muc@pplaw.com