



**Wie wird sich das VC und PE Geschäft durch die europäische Regulierung in der Praxis verändern?**

# Übersicht

---

- 1. Wer wird von der Regulierung erfasst?**
- 2. Begriff: Alternative Investment Funds**
- 3. Übergangsregelungen für existierende Fonds**
- 4. Compliance Anforderungen an AIFM durch die Richtlinie**
- 5. Erhöhung der Transparenz als zentrales Ziel der Richtlinie und dessen Umsetzung**
- 6. Umsetzung der geplanten lock-in Periode für AIF Investitionen**
- 7. Auswirkung der Richtlinie für professionelle Investoren**
- 8. Nicht EU Manager und der EU-Pass**
- 9. Registrierungs- und Zulassungsprozess**
- 10. Zeitplan (Inkrafttreten, Umsetzung, Übergangsregelungen und Drittstaaten)**
- 11. Management der Investition in Portfolio Gesellschaften**

# Wer wird von der Regulierung erfasst?

---

- 1. Alle Manager von Alternative Investment Funds, die in Europa operativ tätig sind**
  - EU AIFM, die einen AIF managen (egal ob einen EU AIF oder einen Nicht EU AIF)
  - Nicht EU AIFM, die einen EU AIF managen
  - Nicht EU AIFM, die einen AIF in Europa vermarkten (egal ob einen EU AIF oder einen Nicht EU AIF)
- 2. Alternative Investments Funds umfassen u.a.**
  - Immobilienfonds
  - Filmfonds
  - Schiffs-, Flugzeug-, Leasing-Fonds (sog. „institutionelle Fonds“)
  - Infrastrukturfonds
  - Hedgefonds
  - Private Equity Fonds (Venture Capital, Wachstumsfonds, offene UBG's, Buy Out-Fonds)
- 3. Offene und Geschlossene Fonds**
  - OGAW („Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren“)-Richtlinie
  - sofern nicht bereits reguliert

# Wer wird von der Regulierung erfasst?

---

## 4. Ausnahmen

- AIFM, die AIF mit einem Vermögen von weniger als EUR 100 Mio. verwalten, fallen aus dem Regelungsbereich der Richtlinie.
- AIFM, die AIF mit einem gesamten Fondsvolumen von weniger als EUR 500 Mio. managen, die nicht auch mit Fremdkapital finanziert sind (Leverage) und bei denen es keine Rückerwerbsregelungen für die ersten 5 Jahre gibt, fallen nicht unter die Richtlinie.
  - ➔ Es ist zu erwarten, dass diese AIFM weiterhin unter Anwendung nationaler Regelungen grenzübergreifend tätig sein dürfen. Jedoch müssen sie in ihrem Heimat-Mitgliedsstaat registriert sein und werden dort Berichtspflichten unterworfen (bezüglich Hauptinstrumenten, mit denen sie handeln, ihre Haupt-Engagements und der wichtigsten Schwerpunkte der AIF, die sie managen). Es steht den Mitgliedsstaaten frei in Bezug auf solche kleineren AIFM, strengere Regeln zu erlassen.
  - ➔ Möglichkeit des „Opt-in“ mit vollumfänglicher Anwendung der Richtlinie (keine Vereinfachung für „kleine“ Fonds).

# Begriff: Alternative Investment Funds

---

- 1. AIF sind in der Richtlinie definiert als kollektive Investment Gesellschaften oder Teile davon,**
  - die Kapital von mehr als einem Investor aufnehmen,
  - um dieses Kapital im Rahmen von mit den Investoren vorab vereinbarten Investmentrichtlinien zum Vorteil der Investoren anzulegen und
  - die nicht als Investmentgesellschaften im eigentlichen Sinne von der UCITS Richtlinie erfasst sind.
- 2. Family Offices und ähnliche Konstruktionen, die das private Vermögen von Investoren verwalten und investieren, ohne externes Kapital aufzunehmen, werden nicht als AIF im Sinne der Richtlinie angesehen.**

# Begriff: Alternative Investment Funds

---

- 3. Selbst AIF, die nicht diversifiziert investieren, werden von der Richtlinie erfasst. Der Umstand, dass sich der Investment Focus des AIF auf den Erwerb eines einzelnen Vermögenswertes, einschließlich von Anteilen an einem anderen AIF, führt nicht zur Nichtanwendbarkeit der Richtlinie.**

**Hinweis: Die Richtlinie zielt darauf ab, sowohl das Management als auch das Marketing der AIF zu regulieren, nicht aber die AIF selbst.**

**AIF und ihre jeweiligen Strukturen können weiterhin Gegenstand nationaler Regulierung und Kontrolle sein.**

# Übergangsregelungen für existierende Fonds

---

- 1. AIFM, die bestehende geschlossene Fonds managen, die nach 2013 keine Investitionen mehr tätigen, dürfen diese AIF weiter managen, ohne unter Anwendung der Richtlinie separat zugelassen sein zu müssen.**
- 2. AIFM, die geschlossene Fonds managen, deren Platzierungszeitraum für Investoren vor Inkrafttreten der Richtlinie im Jahr 2011 endet und die spätestens 2016 enden, müssen lediglich einen Jahresbericht veröffentlichen und sie müssen, sofern einschlägig, für den Fall der Beherrschung, den zusätzlichen Anforderungen für den Umgang mit Portfolio Gesellschaften gerecht werden.**

# Compliance Anforderungen an AIFM durch die Richtlinie

---

## 1. Anforderungen an das Kapital

- AIFM müssen selbst Fonds (Eigenmittel) in Höhe von mindestens EUR 125.000 halten, zzgl. 0,02% der Summe um die der Wert des Portfolios EUR 250 Millionen übersteigt, wobei dieser Betrag auf EUR 10 Millionen begrenzt ist.
- Der Wert der eigenen Fonds des AIFM darf nie geringer sein als die Summe, die für Investitionsgesellschaften und Kreditinstitute gemäß der Kapitaladäquanzrichtlinie erforderlich ist, d. h. ein Viertel der Gemeinkosten aus dem Vorjahr bzw. der Unternehmensplanung, und sie müssen kurzfristig verfügbar sein.

## 2. Verwahrstellen

- AIFM muss für jeden AIF, den er managt, eine einzige Verwahrstelle benennen.



# Compliance Anforderungen an AIFM durch die Richtlinie

---

## 3. Bewertung

- AIFM muss für die Bewertung des Fondvolumens jedes AIF ein angemessenes und nachhaltiges Verfahren einrichten.

## 4. Vergütung

- AIFM muss Vergütungsregelungen und –modelle für diejenigen Mitarbeitergruppen, deren Tätigkeit erheblichen Einfluss auf die Risikoprofile der AIF, die er managt, hat, aufsetzen. Diese sollten im Einklang mit einem gesunden und wirkungsvollen Risikomanagement stehen und dieses fördern.
- Darüber hinaus müssen AIFM kumulierte Information über die Vergütungsmodelle in den Lagebericht aufnehmen.

# Erhöhung der Transparenz als zentrales Ziel der Richtlinie und dessen Umsetzung

---

- 1. Durch die Richtlinie werden weitreichende allgemeine Offenlegungspflichten für AIFM eingeführt. Zusätzliche Anforderungen enthält die Richtlinie für AIFM, wenn das verfügbare Kapital des AIF eine Mehrheitsbeteiligung oder eine beherrschende Stellung in einer EU-Gesellschaft erlangt.**
- 2. Das allgemeine Transparenzgebot umfasst für jeden EU AIF, der gemanagt wird, und für jeden AIF, der in der EU vermarktet wird:**
  - geprüften Lagebericht;
  - Offenlegung bestimmter Informationen gegenüber den Investoren, einschließlich der Investitionsstrategie und der Investitionsziele des AIF; und
  - Berichterstattung gegenüber den zuständigen Behörden, einschließlich des gegenwärtigen Risikoprofils des AIF und der Anlagenklasse, in die der AIF hauptsächlich investiert hat.

# Erhöhung der Transparenz als zentrales Ziel der Richtlinie und dessen Umsetzung

---

- 3. Zusätzliche Anforderungen wurden für den Fall der Kontrollübernahme (50% der Stimmrechte) geschaffen. Diese umfassen die Informationspflicht gegenüber der Gesellschaft und ihrer Gesellschafter**
- über die Zielsetzung des AIF in Bezug auf die zukünftige Geschäftstätigkeit der Gesellschaft und
  - über die zu erwartenden Auswirkungen auf die Arbeitnehmer und die Arbeitsbedingungen.

# Umsetzung der geplanten lock-in Periode für AIF Investitionen

---

- 1. Die Richtlinie enthält Vorschriften, die ein Ausschachten/Zerschlagen von Private Equity Portfolio Gesellschaften verhindern sollen.**
- 2. Im Einzelnen sieht die Richtlinie Beschränkungen für beherrschte Portfolio Gesellschaften während der ersten zwei Jahre der Anteilseignerschaft des AIF vor in Bezug auf**
  - Ausschüttungen,
  - Kapitalherabsetzungen,
  - Einziehung von Anteilen und/ oder
  - den Erwerb eigener Anteile.

# Auswirkung der Richtlinie für professionelle Investoren

---

- 1. EU AIFM dürfen keine EU AIF an professionelle Investoren vermarkten, es sei denn sie wurden gemäß der Richtlinie dazu ermächtigt. An Privatpersonen dürfen sie ohnehin nicht vermarkten.**
- 2. Dagegen enthält die Richtlinie keine Beschränkung in Bezug auf “passives Marketing”. Das bedeutet, dass in der EU etablierte professionelle Investoren weiterhin auf eigene Initiative in AIF investieren können, unabhängig davon, wo der AIFM und/ oder der AIF errichtet ist. Dies unterliegt den Due Diligence Anforderungen, welche auf diese entsprechend der einschlägigen Regulierung anzuwenden sind.**

# Nicht EU Manager und der EU-Pass

---

- 1. Die Vermarktung von Fonds durch Nicht EU Manager wird weiterhin möglich sein: zunächst unter Anwendung der nationalen Regelungen für private Platzierungen und später über den EU-Pass.**
- 2. Der EU-Pass wird voraussichtlich 2015 oder in etwa zwei Jahre nach Umsetzung der Richtlinie in nationales Recht eingeführt. Daran anschließend werden die nationalen Regelungen für private Platzierungen möglicherweise im Jahr 2018 auslaufen.**

# Registrierungs- und Zulassungsprozess

---

## 1. Gemäß der Richtlinie sind zulassungspflichtig,

- EU AIFM, die EU oder Nicht EU AIF managen, unabhängig davon, ob sie diese in der EU vermarkten, und
- ab 2015:
  - Nicht EU AIFM, die EU AIF managen, unabhängig davon, ob sie diese in der EU vermarkten, und
  - Nicht EU AIFM, die Nicht EU AIF in der EU mittels EU-Pass vermarkten.

## 2. Zuständige Behörde ist die nationale Regulierungsbehörde des Mitgliedsstaates, in dem der AIF seinen Sitz hat: z.B. BaFin bzw. Bundesbank

# Registrierungs- und Zulassungsprozess

---

- 3. Die nationale Regulierungsbehörde informiert ESMA (European Securities and Markets Authority/ Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde mit Sitz in Paris) vierteljährlich über die gewährten (oder widerrufenen) Zulassungen.**
- 4. ESMA führt ein zentrales öffentliches Register über alle zugelassenen AIFM.**
- 5. Die zuständige Behörde muss den AIFM innerhalb von drei Monaten nach Eingang des vollständigen Antrags über ihre Entscheidung informieren; die Frist kann um bis zu drei Monate verlängert werden, sofern dies die Behörde für notwendig erachtet und der AIFM entsprechend informiert wurde.**



# Registrierungs- und Zulassungsprozess

---

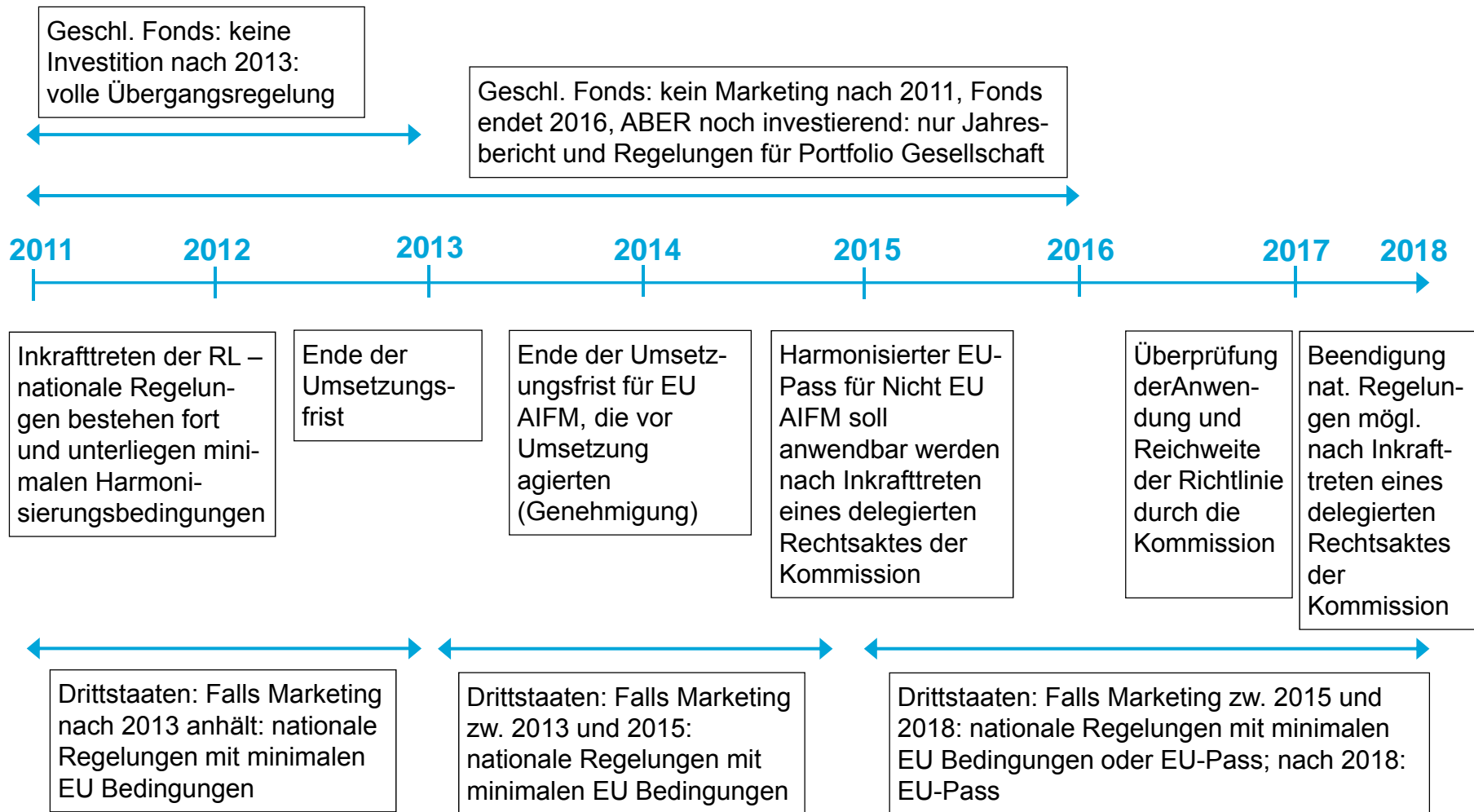
## **6. Die zuständige Behörde darf die Zulassung nicht erteilen, wenn folgende Punkte nicht gewährleistet sind:**

- AIFM verfügt über ausreichendes Ausgangskapital und Eigenmittel (siehe oben);
- AIFM ist in der Lage die Anforderungen der Richtlinie zu erfüllen;
- Die Personen, die die Geschäfte des AIF tatsächlich führen, haben einen guten Ruf und verfügen über ausreichend Erfahrung;
- Die Gesellschafter des AIFM sind geeignet;
- Verwaltungssitz und Satzungssitz befinden sich in demselben Mitgliedsstaat.

## **7. Die zuständige Behörde muss die Zulassung verweigern, wenn zu besorgen ist, dass die effektive Ausübung ihrer Aufsichtsfunktion verhindert wird durch:**

- Enge Verbindungen zwischen dem AIFM und anderen juristischen oder natürlichen Personen;
- Das Rechtssystem eines Drittstaates, welchem eine oder mehrere dieser Personen unterliegen; oder
- Schwierigkeiten bezüglich der Durchsetzung solcher Rechtssysteme.

# Zeitplan (Inkrafttreten, Umsetzung, Übergangsregelungen und Drittstaaten)



# Management der Investition in Portfolio Gesellschaften

---

- 1. Fondsmanager müssen die mit der Portfolio Gesellschaft abzuschließenden Vertragsdokumente sowie die allgemeinen gesellschaftsrechtlichen Vorschriften, welche in den anwendbaren Rechtsordnungen einschlägig sind, prüfen, um sicherzustellen, dass sie die Offenlegungs- und Informationspflichten der Richtlinie, erfüllen können. Sie sollten sich auch bewusst sein, dass die Richtlinie möglicherweise zu Unstimmigkeiten führt, da andere Formen der Anteilseignerschaft nicht denselben Pflichten und Beschränkungen unterliegen. Abschließend ist es wichtig, die Struktur eines Deals anhand dieser Informationspflichten und Ausschachtungsvorschriften zu beurteilen.**
- 2. Anzeige bzgl. des Interesses an einer Gesellschaft**
  - Erwirbt oder verkauft ein AIF Anteile an einer ungelisteten Portfolio Gesellschaft (Ausnahme: SME, d. h. < 250 Mitarbeiter und ≤ 50 Mio. Umsatz oder ≤ 43 Mio. Bilanzsumme), die ihren Satzungssitz in der EU hat, ist der betreffende AIFM verpflichtet die zuständige Behörde (innerhalb von zehn Werktagen) zu benachrichtigen, wenn die Quote der gehaltenen Anteile, die Schwellenwerte von 10%, 20%, 30%, 50% oder 75% erreicht, übersteigt oder unterschreitet.
  - Dies findet sogar Anwendung, wenn keine beherrschende Stellung erreicht wird, so dass es auch für den Erwerb von Minderheitsanteilen gilt.

# Management der Investition in Portfolio Gesellschaften

---

## 3. Anfängliche Offenlegungspflichten, wenn eine Gesellschaft von AIF(s) “beherrscht” wird

- Die Richtlinie beinhaltet zusätzliche Offenlegungs- und Informationspflichten für AIFM, die Fonds managen, die eine beherrschende Stellung in Portfolio Gesellschaften erlangen (entweder alleine oder zusammen mit anderen AIFs auf der Basis einer Vereinbarung zwischen ihnen oder ihren Managern).
- Die Vorschriften finden nur in Verbindung mit Portfolio Gesellschaften (Ausnahme: SME) mit Satzungssitz in der EU Anwendung.

## 4. Anzeige bei Erlangung einer beherrschenden Stellung in einer ungelisteten Gesellschaft

- Bei Erlangung einer beherrschenden Stellung in einer ungelisteten Gesellschafter muss der AIFM, der die entsprechenden AIF(s) managt, diese Tatsache anzeigen gegenüber:
  - der Gesellschaft;
  - denjenigen Gesellschaftern, deren Identität und Adressen dem AIFM zur Verfügung stehen oder, die er durch die Gesellschaft oder ein Register erhalten kann; und
  - der zuständigen Behörde des Heimat-Mitgliedstaates des AIFM.

# Management der Investition in Portfolio Gesellschaften

---

- Die Anzeige muss folgende Details enthalten
  - Stimmrechte (vermutlich nur derjenigen, die von den AIF(s) gehalten werden, wobei dies nicht eindeutig ist);
  - „Bedingungen unter denen die beherrschende Stellung erreicht wurde“ (einschließlich der Identität der verschiedenen beteiligten Gesellschafter, der Personen, welche berechtigt sind, Stimmrechte für sie auszuüben and, sofern einschlägig die Unternehmenskette, durch die die Stimmrechte tatsächlich gehalten werden); und
  - Datum, an dem AIF(s) die beherrschende Stellung erlangt haben.

## 5. Offenlegungspflichten bei Erlangung einer beherrschenden Stellung

- Zusätzlich zu der oben dargestellten Anzeige bestehen weitere Offenlegungspflichten bei Erlangung einer beherrschenden Stellung. Diese finden auch in Bezug auf Emittenten und ungelistete Gesellschaften Anwendung.

# Management der Investition in Portfolio Gesellschaften

---

- Diese Offenlegungsvorschriften verpflichten den AIFM die oben genannten Personen ebenfalls über folgende Punkte zu unterrichten:
  - die Identität des AIFM, der entweder alleine oder in Abstimmung mit anderen AIFM den AIF managt, der die beherrschende Stellung erlangt hat;
  - das Verfahren zur “Konfliktvermeidung und Konfliktmanagement, insbesondere zwischen dem AIFM, dem AIF und der Gesellschaft”, einschließlich der “besonderen Vorkehrungen, die getroffen wurden”, um sicher zu stellen, dass jede Vereinbarung zwischen AIFM und/oder AIF und/oder der Gesellschaft zu Marktbedingungen erfolgt; und
  - die Methode zur externen und internen Kommunikation in Bezug auf die Gesellschaft, insbesondere in Angelegenheiten, die Arbeitnehmer betreffen.
- In Bezug auf ungelistete Gesellschaften, können Mitgliedsstaaten auch verlangen, dass diese Informationen den „für die ungelistete Gesellschaft national zuständigen Behörden“ offengelegt werden. Dies ist nicht näher definiert, scheint sich aber auf Behörden der Mitgliedsstaaten des Satzungssitzes ungelisteter Gesellschaften zu beziehen (möglicherweise Registerbehörden oder Gewerbeaufsichtsämter).

# Management der Investition in Portfolio Gesellschaften

---

## 6. Anzeige bezüglich zukünftiger Absichten

- Wenn eine beherrschende Stellung in einer ungelisteten Gesellschaft erlangt wird (abgesehen von dem Fall, in dem ein „Emittent“ bereits anderweitigen ähnlichen Vorschriften europäischen Rechts unterliegt), muss der AIF Folgendes offen legen:
  - die „Absichten in Bezug auf die zukünftige Geschäftstätigkeit“;
  - die „zu erwartenden Auswirkungen auf die Arbeitnehmer, einschließlich wesentlicher Veränderungen der Arbeitsbedingungen“
- Diese Information muss der Gesellschaft und ihren Gesellschaftern zur Verfügung gestellt werden und der AIFM muss nach besten Wissen und Gewissen dafür sorgen, dass die Geschäftsleitung diese Information an die Arbeitnehmervertreter weitergibt (oder, falls keine solche vorhanden ist, an die Arbeitnehmer selbst).

## 7. Anzeige und Offenlegung gegenüber Arbeitnehmern

- Der AIFM ist verpflichtet, die Geschäftsleitung der Gesellschaft dazu aufzufordern, die gesamte oben dargestellte Information an Arbeitnehmervertreter (oder, falls keine solche vorhanden ist, an die Arbeitnehmer selbst) weiterzugeben. Der Fondsmanager muss nach bestem Wissen und Gewissen dafür sorgen, dass die Arbeitnehmervertreter (oder die Arbeitnehmer) informiert werden.
- Vertrauliche Informationen müssen gegenüber Arbeitnehmern nicht offen gelegt werden, wenn ein Schaden der Gesellschaft zu besorgen ist.

# Management der Investition in Portfolio Gesellschaften

---

## 8. Information bezüglich der Finanzierung

- Abschließend bestehen Verpflichtungen, den zuständigen Behörden und den Fondsinvestoren Informationen über die Finanzierung des Erwerbs zur Verfügung zu stellen.
- Diese Verpflichtungen finden scheinbar nur auf die Erlangung einer beherrschenden Stellung in einer ungelisteten Gesellschaft Anwendung, wobei in der Präambel die Anwendung auch in Bezug auf Emittenten befürwortet wird .

## 9. Ausschachtungs-/Zerschlagungsvorschriften

- Regelungen, die die Ausschachtung/Zerschlagung durch Private Equity Anteilseigner verhindern sollen, könnten, abhängig von bspw. der Rechtsordnung, bestimmte zusätzliche Beschränkungen in Bezug auf Ausschüttungen, Kapitalherabsetzungen, Einziehung von Anteilen und/ oder den Erwerb eigener Anteile durch „beherrschte“ Portfolio Gesellschaften (gelistet und ungelistet), vorsehen. Obwohl diese Beschränkungen auf dem europäischen Gesellschaftsrecht basieren, werden sie auf alle Arten von Gesellschaften, die im Eigentum von Private Equity Fonds stehen, anwendbar sein und gehen somit weiter als es momentan in vielen Mitgliedsstaaten der Fall ist.



# Management der Investition in Portfolio Gesellschaften

---

- Die Regelungen sind in der Weise formuliert, dass sie den AIFM Verpflichtungen auferlegen und nicht den Gesellschaften selbst. Der AIFM darf keine verbotenen Handlungen „erleichtern, unterstützen oder anordnen“, noch darf er dafür stimmen, und er muss sich redlich darum bemühen, sie zu verhindern.
- Die auferlegten Beschränkungen verhindern nicht alle Zahlungen an Gesellschafter während der zwei-jährigen Periode, sie erlauben aber generell nur die Auszahlung „verteilungsfähiger Gewinne“ und auch nur dann, wenn das Nettovermögen der Gesellschaft das Niveau des gezeichneten Kapitals zzgl. nicht ausschüttbarer Reserven nicht unterschreitet. Verbotene Ausschüttungen umfassen „Dividenden und auf Anteile bezogene Zinsen“ und es gibt weitere Ausnahmen für bestimmte Rückerwerbskonstellationen oder Kapitalherabsetzungen.
- Bestehende gesellschaftsrechtliche Bestimmungen über Ausschüttungen und andere Zahlungen an Gesellschafter durch Personengesellschaften variieren unter den EU-Mitgliedsstaaten, so dass die Auswirkung dieser Änderungen in den einzelnen Mitgliedsstaaten unterschiedlich sein wird. Diese Verbote mögen z. B. verhindern, dass Sonderdividenden nachfolgend auf eine Rekapitalisierung der Gesellschaft gezahlt werden sowie bestimmte andere Formen eines teilweisen Exits. Sie haben daher möglicherweise Einfluss auf Exit-Strategien und die Strukturierung eines Deals.

# Management der Investition in Portfolio Gesellschaften

---

## 10. Auswirkung auf Investoren

- Investoren können umfangreiche Kommunikation erwarten in Bezug auf Portfolio Gesellschaften, die
  - in der EU errichtet wurden;
  - in der EU vermarktet werden;
  - einem AIFM gehören; und
  - nicht als SME eingeordnet werden
- Jedes Mal, wenn ein AIFM Anteile im Umfang der festgelegten Schwellenwerte erwirbt oder verkauft, wird es Offenlegungen geben.
- Investoren sollten beachten, dass die Schwelle für eine beherrschende Stellung erreicht ist, wenn der Wert von AIFM “alleine oder gemeinsam” erreicht wird. Dem entsprechend ist es wahrscheinlich, dass Investoren doppelte Anzeigen erhalten werden, wenn die Schwellen erreicht sind, da jeder AIFM selbst Anzeigepflichten unterliegt.

# Our Global Network

---



Berlin  
Kurfürstendamm 32  
10719 Berlin  
Tel.: + 49 30 880911 0  
Fax: + 49 30 880911 297  
[berlin@whitecase.com](mailto:berlin@whitecase.com)

Düsseldorf  
Graf-Adolf-Platz 15  
40213 Düsseldorf  
Tel.: + 49 221 49195 0  
Fax: + 49 221 49195 100  
[duesseldorf@whitecase.com](mailto:duesseldorf@whitecase.com)

Frankfurt  
Bockenheimer Landstraße 20  
60323 Frankfurt am Main  
Tel.: + 49 69 29994 0  
Fax: + 49 69 29994 1444  
[frankfurt@whitecase.com](mailto:frankfurt@whitecase.com)

Hamburg  
Jungfernstieg 51 (Prien-Haus)  
20354 Hamburg  
Tel.: + 49 40 35005 0  
Fax: + 49 40 35005 111  
[hamburg@whitecase.com](mailto:hamburg@whitecase.com)

Munich  
Maximilianstraße 35  
80539 Munich  
Tel.: + 49 89 206043 500  
Fax: + 49 89 206043 510  
[muenchen@whitecase.com](mailto:muenchen@whitecase.com)