

# Rahmenbedingungen für Private Equity im Jahr 2011

## Ein juristischer Ausblick

*Im kommenden Jahr wird die neue Richtlinie zur Regulierung von Managern alternativer Investmentfonds (AIFM-Richtlinie) ein sehr wichtiges Thema im Bereich Private Equity sein. Alternative Investmentfonds (AIF) sind alle offenen und geschlossenen Fonds, die nicht unter die sogenannte OGAW-Richtlinie (Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren) fallen. Die Regulierung richtet sich allerdings nicht an die Fonds selbst, sondern an deren Manager. Auch die neue Anlageverordnung für Versicherungsunternehmen wird Folgen haben.*

### **AIFM betrifft EU-Aktivitäten**

Die Richtlinie betrifft alle Manager mit Sitz in der EU, die einen oder mehrere alternative Investmentfonds (AIF) verwalten, aber auch Manager mit Sitz außerhalb der EU, die innerhalb der Europäischen Union solche Fonds verwalten und/oder aktiv vertreiben. Die Richtlinie enthält u.a. Vorschriften über Mindestanforderungen etwa hinsichtlich der Eigenkapitalausstattung, Verhaltens- und Organisationspflichten, die Pflicht zur Einschaltung einer Depotbank und bestimmte Transparenzanforderungen wie Berichtspflichten gegenüber Anlegern und den zuständigen Behörden. Daneben bestehen besondere Pflichten wie erhöhte Transparenzanforderungen für Manager, die Fonds verwalten, die bedeutende Beteiligungen oder die Kontrolle über Portfoliounternehmen erwerben.

### **Zentrale Elemente**

Kern der Richtlinie ist eine Zulassungspflicht für Manager, die einen oder mehrere Fonds in der EU verwalten und/oder vertreiben. Erfüllt er die erforderlichen Voraussetzungen wie z.B. Mindestkapitalanforderungen oder Geeignetheit der Geschäftsleitung und hat er eine entsprechende Erlaubnis der zuständigen Behörden seines Herkunftsmitgliedstaates, ist der Manager zur Verwaltung und zum Vertrieb von AIF an professionelle Anleger in seinem Herkunftsmitgliedstaat und weiteren Mitgliedstaaten (sogenannter Passport) berechtigt. Einmal zugelassen, unterliegt der Vertrieb dann nur noch einem Notifizierungsverfahren, bei dem der zuständige Behörde vor Aufnahme des Fundraisings die Vertriebsabsicht und bestimmte Informationen bezüglich des Fonds mitgeteilt werden. Erfasst sind grundsätzlich auch Manager aus Drittstaaten, soweit sie einen EU-Fonds verwalten bzw. vertreiben. Solche

Drittstaaten-Manager können bis voraussichtlich 2018 im Rahmen von Privatplatzierungen Anteile an alternativen Investmentfonds vertreiben, soweit dies nach dem Recht des jeweiligen Mitgliedstaates zulässig ist. Ab 2015 soll auch Managern aus Drittstaaten der Passport zugänglich sein. Ab 2018 wird der Vertrieb nach nationalen Private Placement-Vorschriften voraussichtlich nicht mehr möglich sein, dann in jedem Fall eine Zulassung nach der AIFM-Richtlinie erforderlich. Ferner kann auch ein EU-Manager Anteile an Drittstaatenfonds in der EU vertreiben.

### **Ausnahmen für kleine Fonds**

Einer Registrierungs-, aber keiner Erlaubnispflicht unterliegen AIF-Manager, die kleinere Vermögen von weniger als 100 Mio. EUR – einschließlich aller durch Fremdfinanzierung erworbenen Aktiva – verwalten. Für Private Equity-Manager, die nur Fonds verwalten, die nicht fremdfinanziert sind und die keine Rückgaberechte während eines Zeitraums von fünf Jahren ab dem Zeitpunkt der Erstinvestition des Fonds gewähren, liegt die Grenze bei 500 Mio. EUR. Dies dürfte die für Private Equity-Manager relevante Grenze sein, da Fremdmittelaufnahme auf Ebene der Portfoliogesellschaften (eines Private Equity-Fonds) nicht als Fremdfinanzierung in diesem Sinne gilt. Es besteht aber die Möglichkeit, sich freiwillig der Richtlinie zu unterwerfen, um somit vom EU-Pass zu profitieren.

### **Gebündelte Zulassung und Bestandsschutz**

Ein „Manager“ im Sinne der Richtlinie kann sowohl der Fonds selbst als auch ein externer Manager sein. Da Private Equity-Fonds häufig in der Rechtsform einer GmbH & Co. KG aufgelegt sind, käme die AIFM-Funktion der Komplementär-GmbH bzw. dem geschäftsführenden Kommanditisten zu. Legt ein Initiator mehrere Fonds auf, die jeweils eine eigene Komplementär-GmbH bzw. einen eigenen geschäftsführenden Kommanditisten haben, müssten sämtliche Komplementär-GmbHs bzw. geschäftsführende Kommanditisten eine eigene Zulassung beantragen und die Voraussetzungen der Richtlinie erfüllen. In der Praxis wird daher wohl der Möglichkeit, die Zulassung zentral bei einem externen AIFM zu „bündeln“, einige Bedeutung zukommen und künftige Gestaltungsüberlegungen beeinflussen. Die Richtlinie sieht einen Bestandsschutz vor, wenn Manager geschlossene Fonds

verwalten, die nach dem Umsetzungsdatum (voraussichtlich erstes Quartal 2013) ausinvestiert sind. Unklar ist, ob hierzu der Ablauf der Investitionsperiode genügt oder auch Nachfolge-Investitionen, die typischerweise auch nach Ablauf der Investitionsperiode möglich sind, berücksichtigt werden.

### Einschränkungen für zwei Jahre

Die Richtlinie enthält mit den sogenannten Anti Asset Stripping-Vorschriften auch Vorgaben, die Auswirkungen auf Ebene der erworbenen Portfoliogesellschaften haben können. Wenn ein Fonds die Kontrolle, also über 50% der Stimmrechte, über ein nicht börsennotiertes Unternehmen erwirbt, muss der Manager innerhalb von 24 Monaten nach dem Kontrollerwerb Einschränkungen in Bezug auf Ausschüttungen, Kapitalherabsetzungen, Anteilsrücknahmen und den Erwerb eigener Anteile, soweit sie das gesunde Eigenkapital des Portfoliounternehmens angreifen, beachten. Darüber hinaus sind im Falle des Kontrollerwerbs gewisse Transparenzvorschriften gegenüber Behörden, Investoren und Mitgesellschaftern des Portfoliounternehmens und (indirekt) auch gegenüber den Arbeitnehmern einzuhalten.

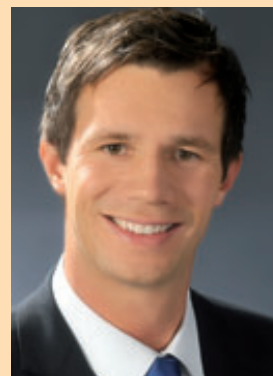
### Details auf Level 2

Erarbeitet wurde der Richtlinienentwurf im sogenannten Trialog-Verfahren unter Beteiligung sowohl der Kommission als auch des Rates und des Parlaments. Die Verabschiedung durch das Parlament erfolgte im November, erforderlich ist noch die formelle Bestätigung durch den Rat. Da über die Richtlinie bereits im Trialog-Verfahren politische Einigkeit erzielt wurde, sollte es sich bei dem Beschluss um einen Formalakt handeln. Die für diesen Zweck vom Ausschuss der ständigen Vertreter der Mitgliedstaaten (ASTV) erarbeitete Vorlage dient vor allem dazu, der Richtlinie den juristischen und sprachlichen Feinschliff zu geben. Wahrscheinlich wird die Richtlinie im ersten Quartal 2011 in Kraft treten und ist innerhalb von zwei Jahren von den einzelnen Mitgliedstaaten in nationales Recht umzusetzen. Zudem enthält die Richtlinie über 90 Verweise auf Durchführungsverordnungen der Kommission sowie auf konkretisierende Richtlinien der neuen europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA, sogenannte „Level 2-Maßnahmen“. Der Erlass dieser Maßnahmen wird parallel zu der Umsetzung der Richtlinie in nationales Recht erfolgen.

### Neue Anlageverordnung für Versicherungsunternehmen

Eine weitere wichtige Änderung, die uns auch 2011 weiter beschäftigen wird, trat Ende Juni 2010 in Kraft: die neue Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen („Anlageverordnung“). Darin wird näher konkretisiert, was unter „Beteiligungen“ im Sinne dieser speziell für Private Equity-Beteiligungen relevanten Anlageklasse zu verstehen ist. Damit eine Versicherung ihr gebundenes Vermögen dieser Anlageklasse zuordnen kann, muss das Zielunternehmen über ein Geschäftsmodell verfügen und unternehmerische Risiken eingehen, wobei es ausreicht, wenn diese Voraussetzungen auf Ebene der Portfoliounternehmen vorliegen. Auch ist die Anlage von Versicherungsunternehmen in diese Anlageklasse nun in weiterem Ausmaß als bisher möglich, da deren Umfang nunmehr jeweils bis zu 1% des gebundenen Vermögens des Versicherungsunternehmens betragen darf und nicht mehr wie bisher 10% des Eigenkapitals des Portfoliounternehmens. Weitere Konkretisierungen sind durch die Anwendungspraxis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht und ein neues Rundschreiben zu erwarten, mit dem im Laufe des Jahres 2011 zu rechnen ist. ■

### Zu den Autoren



**Patricia Volhard** ist Partner bei P+P Pöllath + Partners und auf die Themen Fondsstrukturierung, Versicherungsaufsicht und Investmentrecht spezialisiert. **Dr. Andreas Höpfner** ist Associate der Sozietät, zu seinen Fachthemen zählen Steuerrecht und Private Equity.