

AN: Mandanten VON: P+P Pöllath + Partners DATUM: 31. August 2010 ZU: EG-Richtlinie zur Regulierung von Managern alternativer Investment Fonds	TO: Clients FROM: P+P Pöllath + Partners DATE: August 31, 2010 RE: EU Directive on the Regulation of Alternative Investment Fund Managers
---	---

Seitdem die EU Kommission am 30. April 2009 einen ersten Entwurf einer Richtlinie zur Regulierung von Managern („**AIF-Managern**“) Alternativer Investmentfonds („**AIF**“) veröffentlicht hat, wurden verschiedene Richtlinien-Kompromissvorschläge durch das Parlament und den Rat unterbreitet, die derzeit im sogenannten Trilogie Verfahren diskutiert werden (siehe zuletzt die tabellarische Übersicht in der P+P Mandanteninformation vom 8. Juni 2010).

Nach der Übernahme der Ratspräsidentschaft durch Belgien hat die Ratspräsidentschaft nun am 26. August 2010 einen vorläufigen neuen Kompromissvorschlag vorgestellt. Dabei sind allerdings wesentliche Regelungen, die besonders kontrovers diskutiert werden, noch offen gelassen. Hierzu gehören insbesondere die Berichtspflichten für Manager von PE-Fonds, welche nicht börsennotierte Unternehmen kontrollieren (Art. 26 ff.) und das Verbot des „asset stripping“ (Art. 27a des Parlamentsentwurfs), wo sich eine Besserung zu Gunsten von PE-Fonds abzuzeichnen scheint, sowie die Drittstaaten- und Bestandschutzregelungen. Nachfolgend fassen wir die wesentlichen Änderungen des Kompromissvorschlags der Belgischen Rats-

Since the EU Commission issued a first draft of the EC Directive on the regulation of Managers („**AIF-Manager**“) of Alternative Investment Funds („**AIF**“) on April 30, 2009 several compromise drafts have been released and discussed by the European Parliament and Council which are currently being discussed in the course of the so called “trilogy proceedings” (see the overview in the P+P Client Information as of June 8, 2010).

After the takeover of the Presidency of the Council by Belgium, the Belgium Presidency now published a further preliminary compromise proposal. However, important provisions governing in particular the reporting obligations regarding unlisted companies which are controlled by a PE fund (Art. 26 ff.) or asset stripping regulations (Art. 27a of the European Parliament proposal), where one may hope for an improvement for the benefit of PE Fund Managers, as well as grandfathering and third country rules have not yet been touched upon and will be dealt with later. We have summarized hereafter the main amendments included in the new Belgium proposal.

P+P Berlin

Potsdamer Platz 5 • 10785 Berlin
 Tel. +49 (30) 253 53-0 • Fax +49 (30) 253 53-999
 ber@pplaw.com

P+P Frankfurt/Main

Zeil 127 • 60313 Frankfurt/Main
 Tel. +49 (69) 24 70 47-0 • Fax +49 (69) 24 70 47-30
 fra@pplaw.com

P+P München

Kardinal-Faulhaber-Str. 10 • 80333 München
 Tel. +49 (89) 242 40-0 • Fax +49 (89) 242 40-999
 muc@pplaw.com

präsidentschaft zusammen.

I. Anwendungsbereich

Im Anwendungsbereich wurde nunmehr auch terminologisch klargestellt, dass nicht nur AIF-Manager mit Sitz innerhalb der EU („**EU AIF-Manager**“), sondern auch solche mit Sitz außerhalb der EU („**Nicht-EU AIF-Manager**“) von der Richtlinie erfasst sein sollen. Damit erstreckt sich der Anwendungsbereich der Richtlinie auch auf solche AIF-Manager, die mindestens einen in der Europäischen Union errichteten AIF verwalten oder einen AIF an professionelle Investoren mit Sitz in der Europäischen Union vertreiben, und zwar unabhängig davon, ob der AIF seinen Sitz innerhalb oder außerhalb der EU hat. Der Begriff des „professionellen Investors“ bestimmt sich weiterhin nach dem Anhang II der Richtlinie 2004/39/EC („**MiFID-Richtlinie**“). Die in dem Parlamentsentwurf vom 28. Mai 2010 neu aufgenommene Ausnahme für bestimmte börsennotierte AIF-Manager hat keinen Eingang in den belgischen Ratsentwurf gefunden.

II. Ausnahmen

Zusätzlich zu den im Spanischen Entwurf bestehenden Ausnahmen wurden Holding-Gesellschaften ausdrücklich von dem Anwendungsbereich der Richtlinie ausgenommen. Weiterhin ausgenommen sind AIF-Manager, die lediglich einen oder mehrere AIF verwalten, deren einzige Investoren Gruppenunternehmen des AIF-Managers sind, welche selbst keine AIF sind. Die bislang nach dem Spanischen Ratsentwurf in das Ermessen der Mitgliedstaaten gestellte Ausnahme

I. Scope

Like the Spanish draft the Belgium draft clarifies also with respect to the wording that the Directive is to apply not only to AIF Managers which have their registered office within the EU ("**EU AIF-Manager**") but also to AIF Managers outside the EU, ("**non-EU AIF-Manager**"). Thus, the scope of the Directive also covers such AIF-Managers who manage at least one AIF established in the European Union or distribute an AIF to professional investors having their legal seat in the European Union, irrespective of whether the AIF has its registered office within or outside the EU. The term "professional investor" shall continue to be defined in reference to Annex II of Directive 2004/39/EC ("**MiFID-Directive**"). The exemption for certain listed AIF-Manager as recently inserted in the Parliament's draft as of 28 May 2010 has not been incorporated in the Belgian Council Proposal.

II. Exemptions

In addition to the already existing exemptions of the Spanish draft proposal holding companies were expressly excluded from the scope of the Directive. Furthermore, AIF-Managers who only manage one or more AIF, whose only investors are group companies of the AIF-Manager, provided that such investors are not themselves AIFs are also exempt. The exemption for AIF-Managers who manage closed ended unleveraged funds with a volume of not more than

für Manager von kleineren geschlossenen AIFs, die insgesamt EUR 500 Mio. nicht übersteigen und auf Hebelfinanzierungen verzichten, soll nunmehr verbindlich durch die Richtlinie selbst geregelt werden. Gleiches gilt für Manager von AIF, deren Volumen insgesamt EUR 100 Mio. nicht übersteigen und die von Hebelfinanzierungen Gebrauch machen. Manager derart kleinerer Fonds sollen aber einer Registrierungspflicht unterliegen und die Möglichkeit haben, sich dennoch der Richtlinie zu unterwerfen.

III. Erlaubnisantragsvorschriften

Die Vorschriften zum Erwerb der Erlaubnis für die Verwaltung eines AIF wurden neu geordnet und inhaltlich erweitert. Neben den bereits bestehenden Erlaubnisvoraussetzungen (z.B. den Nachweis über ein angemessenes Anfangskapital, eine ausreichende laufende Kapitalausstattung, eine erfahrene und qualifizierte Geschäftsführung) müssen AIF-Manager nunmehr zusätzliche Angaben vor allem in Bezug auf die Vergütungspolitik, den Einsatz von Hebelfinanzierungen (siehe unten Ziffer V.) sowie, im Falle von Dachfonds, die ausgewählten Zielfonds machen.

In Bezug auf die Vorgaben an die Vergütungspolitik bestehen keine wesentlichen inhaltlichen Änderungen zum vorangegangenen Entwurf. Insbesondere richten sich die Einzelheiten weiterhin nach den in dem Anhang II der Richtlinie enthaltenen Vorgaben. Neu eingefügt wurde jedoch der Zusatz, wonach auch Carried Interest als Vergütungsbestandteil gilt. Dabei werden „Carried Interest“ nach der neuen Begriffsbestimmung definiert als Gewinnanteile des AIF, die dem AIF-Manager als Vergütung für seine Verwaltungstätigkeit gezahlt wird und bei

EUR 500 million, which has been, according to the Spanish Council proposal, in the discretion of the Member states so far, shall be now binding regulated by the Directive itself. The same is true for Managers of AIF, which volumes do not exceed a total of EUR 100 million and which make use of leverage financing. However, Manager of such smaller funds shall be subject to registration requirements and shall be granted the option to comply with the Directive.

III. Application for authorization rules

The provisions on conditions to obtain an authorization for the management of an AIF were reorganized and expanded. In addition to the existing permit requirements (e.g. the proof of a sufficient initial capital, adequate own funds, a sound and prudent management) the AIF-Manager now must submit additional information, especially in relation to the remuneration policy, the use of leverage financing (see digit V. below) and, in the case of funds of funds, to the selected target funds.

With reference to the remuneration policy no significant changes have been made with respect to the previous draft. In particular, the details as set out in the Annex II of the Directive are still to be taken into account. However, it has now been determined that Carried Interest is regarded as a component of compensation. The proposal defines “Carried Interest” as a share in the profits of the AIF accrued to the AIF-Manager as compensation for the management of the AIF and excluding any share in

denen es sich nicht um solche Gewinnbestandteile handelt, die dem AIF-Manager als Ertrag auf sein selbst vorgenommenes Investment in den AIF zu steht.

Im Hinblick auf das Erlaubnisverfahren sieht der Entwurf vor, dass die zuständige Behörde des Ansässigkeitsstaates den Antragsteller in der Regel bereits innerhalb von drei Monaten (und nicht mehr sechs Monaten wie in der Vorgängerfassung) darüber zu unterrichten hat, ob die Erlaubnis gewährt wird oder nicht. Eine Verlängerung der Prüfungsfrist auf sechs Monate ist nunmehr nur noch in besonders gelagerten Fällen und nach vorheriger Nachricht an den AIF-Manager möglich.

IV. Mindestkapital des AIF-Managers

Der Belgische Entwurf sieht vor, dass um potenziell entstehende Haftungsrisiken aus der operativen Tätigkeit abdecken zu können, sowohl intern verwaltete AIF als auch externe AIF-Manager entweder

- zusätzliche, also über die in den bisherigen Entwürfen vorgesehenen regulären Kapitalanforderungen (wonach der AIF Manager wenigstens EUR 125.000 bzw. EUR 300.000 bei intern verwalteten AIF und zusätzlich 0,02 % des Betrags, um den der Wert der verwalteten Portfolien eines AIF EUR 250 Mio. übersteigt, vorhalten muss; darüber hinaus müssen laufend mindestens ein Viertel der jährlichen durchschnittlichen Kosten, maximal aber EUR 10 Mio. vorgehalten werden) hinausgehende, eigene Mittel in einem Umfang bereithalten müssen, die ausreichend sind, um etwaige entstehende Verluste

the profits of the AIF accrued to the AIF-Manager as a return on any investment by the AIF-Manager into the AIF.

In terms of the permit procedure the draft provides that the competent authority in the country of residence of the applicant usually has to inform the applicant within three months (and not within six months as in the previous drafts) whether the authorization is to be granted or not. An extension of the assessment period up to six months is now possible only in special circumstances and after prior notice to the AIF-Manager.

IV. Minimum capital of the AIF-Manager

The Belgium proposal foresees minimum capital requirements in order to cover potential liability risks arising from operating activities. Both internally managed AIF and externally appointed AIF-Manager shall either

- have additional, i.e. exceeding the regular capital requirements as set up by the existing drafts (whereas the AIF Manager must have at least EUR 125.000, or in case it is identical with the AIF it manages, EUR 300.000, minimum capital and for the amount by which the portfolio managed by the AIF Manager exceeds EUR 250 million an additional 0.02 % of such exceeding amount; additionally, in any event at least one quarter of the annual average costs, however, not more than EUR 10 million must be held), own funds which are appro-

wegen Verletzung beruflicher Sorgfaltspflichten auszugleichen, oder

- eine Haftpflichtversicherung abschließen müssen, die angemessenen Schutz vor Risiken wegen der Verletzung beruflicher Sorgfaltspflichten bietet.

V. Risikomanagement / Leverage

Die Anforderungen an das Risikomanagement wurden insbesondere in Bezug auf Hebelfinanzierungen und Leerverkäufe erweitert.

Bei beabsichtigtem Einsatz von Hebelfinanzierungen hat jeder AIF-Manager einen Höchstbetrag festzulegen, der auf Ebene des einzelnen AIF nicht überschritten werden darf. Gleiches gilt im Hinblick auf das Recht zur Wiedernutzung von hinterlegten Sicherheiten oder gewährten Garantien. Unter einer Hebelfinanzierung ist in Übereinstimmung mit dem Spanischen Ratsentwurf jede Methode zu verstehen, mit der ein AIF-Manager das Engagement eines von ihm verwalteten AIF durch Kreditaufnahme, Wertpapierleihe, in Derivate eingebettete Hebeleffekte oder auf andere Weise erhöht. Der neu in dem Parlamentsentwurf eingefügte Zusatz, wonach auch Hebelfinanzierungen auf Ebene der Fonds oder anderer vom AIF kontrollierten Einheiten zu berücksichtigen sind, wurde nicht übernommen.

Sofern der AIF-Manager mit dem Einsatz von Leerverkäufen operiert, haben die Mitgliedstaaten sicherzustellen, dass der AIF-Manager im Zeitpunkt der Lieferverpflichtung auf die Wertpapiere oder die sonstigen Finanzinstrumente Zugriff hat

appropriate to cover potential risks arising from professional negligence, or

- hold an appropriate professional indemnity insurance against liability arising from professional negligence which is appropriate to the risk covered

V. Risk management / Leverage

The risk management requirements have been expanded, particularly in terms of leverage financing and short selling.

If the use of leverage financing is intended, each AIF-Manager shall set a maximum amount which must not be exceeded on the level of each individual AIF. The same is true with respect to the right to re-use of collateral or guarantees provided. Leverage means, in accordance with the Spanish Council Proposal, any method by which the AIF-Manager increases the exposure of an AIF it manages to particular investments whether through borrowing of cash or securities, or leverage embedded in derivative positions or by other means. The additional wording that has recently been inserted to the Parliaments proposal, whereas leverage used by funds or other legal entities controlled by the AIF shall be taken into account, has not been adopted.

In case of AIF-Managers which engage in short selling, Member States shall ensure that the AIF-Manager operates procedures which provide it with access to the securities or other financial instruments at the date when the AIF-

und über ein adäquates Risikomanagement verfügt.

VI. Bewertung

Der Belgische Entwurf sieht in Übereinstimmung mit dem Spanischen Ratsentwurf ein angemessenes und geeignetes Bewertungsverfahren durch eine grundsätzlich unabhängige Bewertungsstelle vor, wobei die Bewertung auch weiterhin durch den AIF-Manager selbst erfolgen kann, vorausgesetzt, es ist sichergestellt, dass die Bewertung durch Mitarbeiter erfolgt, die unabhängig von der Portfolio-Verwaltung sind und keinen Interessenkonflikten unterliegen. In dem neuen Entwurf wird jedoch klargestellt, dass dem AIF-Manager in jedem Fall die Verantwortung für die Bewertung der Vermögensgegenstände des AIF obliegt und er insbesondere durch die Beauftragung einer externen Bewertungsstelle nicht aus seiner Haftung gegenüber dem AIF entlassen wird.

VII. Verwahrstelle

Der Entwurf hält an dem zwingenden Erfordernis einer unabhängigen Verwahrstelle dem Grundsatz nach fest. Die unabhängige Verwahrstelle muss dabei entweder ein Kreditinstitut bzw. eine Investmentfirma sein oder muss einer sonstigen Kategorie von regulierten Instituten angehören, die der laufenden Aufsicht unterliegen. Dabei muss die von einem EU AIF-Manager beauftragte Verwahrstelle in dem Staat errichtet worden sein, in dem der AIF seinen Sitz hat. Von Nicht-EU AIF-Manager beauftragte Verwahrstellen können ihren Sitz auch in dem Herkunftsstaat des AIF haben, solange be-

Manager committed to deliver them and implement adequate risk management procedures.

VI. Valuation

Like the proposal of the Spanish Presidency, the Belgian proposal requires a proper and independent valuation procedure by an in principle independent external valuer, provided, however, that the valuation may continue to be undertaken by the AIF-Managers themselves given that the AIF Manager ensures that the valuation is performed by employees being independent of the portfolio management and who are not subject to a conflict of interests. The new draft clarifies that the AIF-Manager is in any case responsible in respect to the valuation of the assets of the AIF and that he is in particular not released from his liability towards the AIF by instructing an external valuer.

VII. Depositary

In principle the draft insists on the mandatory requirement of an independent depositary. The independent depositary must be either a credit institution, an investment firm or belong to another category of institutions which are subject to prudential regulation and ongoing supervision. The depositary instructed by an EU AIF-Manager must be established in the home member state of the AIF. Depositaries instructed by non-EU AIF-Managers may also be established in that country where the AIF is established, provided that certain requirements

stimmte Anforderungen (z.B. der Abschluss eines Kooperationsabkommens über den gegenseitigen Austausch von Informationen, die Gewährleistung einer wirksamen Aufsicht etc.) erfüllt sind.

In Bezug auf geschlossene AIF, die in Finanzinstrumente investieren, für die keine Depotpflicht besteht, sieht der Entwurf Erleichterungen für die Verwahrstelle vor: In Bezug auf diese Fonds, zu denen vor allem auch PE Fonds gehören dürften, können als Verwahrstellen ebenfalls solche Institutionen oder natürliche Personen fungieren, die berufsmäßig mit der Verwahrung von depotfähigen Instrumenten vertraut sind, in Besitz einer hierzu erforderlichen Erlaubnis sind und über ausreichende finanzielle Mittel verfügen, die eine wirksame Ausübung ihrer Funktion gewährleisten. Dies könnten eventuell auch Notare sein; allerdings ist diese Regelung im Detail noch recht auslegungsbedürftig.

VIII. Anmerkungen

Insgesamt sind die Änderungen bisher überschaubar; erfreulich ist aber, dass die Regelungen zur Berichterstattung im Hinblick auf kontrollierte Portfoliounternehmen (Art. 26 ff.) und die „asset stripping“ Regelungen (Art. 27a des Parlamentsentwurfs) die in der Richtlinie nicht richtig verortet sind und zu einer Ungleichbehandlung der durch PE Fonds gehaltenen Portfoliounternehmen sowie der PE Fonds selbst im Vergleich zu anderen Investoren führen, durchaus kritisch gesehen werden. Es bleibt abzuwarten, ob und in welchem Umfang sich hier Verbesserungen zu den vorherigen Entwürfen ergeben. Mit Spannung wird auch der Vorschlag zu Drittstaaten und zum Bestandsschutz erwartet. Wir

(e.g. the conclusion of a cooperation agreement on the mutual exchange of information, the verification of an effective supervision etc.) are met.

In respect to closed ended AIF which do not invest in assets that must be held in custody, the draft provides for reliefs concerning the depositary as such: The depositary for such AIF, which should typically include PE funds, may also be an entity or individual which carries out depositary functions as part of its professional or business activities, which is in possession of a mandatory professional registration and can furnish sufficient financial resources to ensure the effective exercise of its function. This may suggest that notaries could also assume such functions, but the wording leaves space for interpretation and clarification.

VIII. Final remarks

Altogether the changes are not substantial but with respect to the reporting requirements regarding controlled portfolio companies (Art. 26 ff.) and asset stripping (Art. 27a of the Parliament's Proposal) it is promising to see that the Belgium Presidency also seems to have some resistance in dealing with such issues in the Directive as this may lead to an unlevel playing field not only for the portfolio companies in which PE funds are invested (compared to other companies in which no PE funds are invested) but also for the PE funds themselves (compared to other investors acquiring majority stakes). We are awaiting with suspense the

werden Sie umgehend unterrichten sobald es hier Neuigkeiten gibt.

proposed changes to third country and grandfathering rules and will keep you posted as soon as we hear more.

Bei Fragen zögern Sie bitte nicht, die nachstehend aufgeführten Anwälte zu kontaktieren.

For further questions please do not hesitate to contact one of the lawyers listed below.

Mit freundlichen Grüßen
P+P Pöllath + Partners

Best regards
P+P Pöllath + Partners

Frankfurt

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

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

Dr. André Kruschke
+49 (69) 247047 – 16
andre.kruschke@pplaw.com

Berlin

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

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