

Immobilienkapitalmarkt 2012

AIFM-Richtlinie

Einschneidende Änderungen für die Immobilienpraxis



Eine Publikation von

Deutscher
AnwaltSpiegel

F.A.Z.-INSTITUT

KING & SPALDING

KING & SPALDING

King & Spalding LLP, vor 127 Jahren in Atlanta gegründet, ist eine der führenden internationalen Wirtschaftskanzleien mit mehr als 1.100 Rechtsanwälten an 17 Standorten in den Vereinigten Staaten, in Europa, in Asien und im Nahen Osten.

Zu unseren Mandanten, die wir oft seit Jahrzehnten und auf sämtlichen Gebieten des Wirtschaftsrechts beraten, zählt die Hälfte der 100 größten Unternehmen der Welt (*Fortune 100*).

Schwerpunkte unserer deutschen Praxis sind

- **Investmentrecht/Aufsichtsrecht**
- Immobilienrecht
- Steuerrecht/Investmentsteuerrecht
- Schiedsverfahren und Prozessrecht
- Finanzierungen
- Gesellschaftsrecht/M&A

Das Leistungsspektrum unserer Aufsichtsrechts- und Immobilienkapitalmarktpraxis umfasst insbesondere

- die aufsichts- und steuerrechtliche Beratung bei der Gründung von Kapitalanlagegesellschaften sowie bei der Auflage und Verwaltung von Publikums- und Spezial-Sondervermögen und geschlossenen Fonds;
- die aufsichtsrechtliche, steuerrechtliche und sonstige umfassende Beratung von Immobilien-/Kapitalanlagegesellschaften bei der Strukturierung und Optimierung ihrer in- und ausländischen Aktivitäten sowie bei der Entwicklung hochkomplexer ausländischer und deutscher Produkte und Strukturen;
- die vollumfängliche Betreuung von Immobilien- und sonstigen Investoren bei der Durchführung ihrer deutschen und weltweiten Immobilien- und Gesellschaftstransaktionen und deren Finanzierung;
- die Komplettberatung von Immobiliengesellschaften, offenen und geschlossenen Fonds, institutionellen Investoren und Asset Managern in sämtlichen Bereichen des Immobilienwirtschaftsrechts einschließlich des Asset Managements.

Daneben haben wir jüngst in Frankfurt am Main eine spezialisierte deutsche und internationale Schieds- und Prozessrechtspraxis etabliert, die Teil unserer global marktführenden International Arbitration Group ist. Uns vertrauen deutsche und ausländische Mandanten bei ihrer Vertretung vor Schieds- und ordentlichen Gerichten. Neben grenzüberschreitenden wirtschaftsrechtlichen Auseinandersetzungen aus verschiedenen Branchen sind wir auf Verfahren zur Durchsetzung von Auslandsinvestorenrechten sowie die Prozessvertretung in unseren sonstigen Schwerpunktbereichen spezialisiert.

Bei grenzüberschreitenden Investments und internationalen Schiedsverfahren überzeugen wir unsere Mandanten durch optimale Betreuung „aus einer Hand“ unter effizienter Zusammenarbeit mit unseren lokalen Büros und den Experten unseres hervorragenden internationalen Netzwerks.

King & Spalding LLP
Taunusanlage 1
60329 Frankfurt am Main
Tel. + 49 (69) 257 811 000
Frankfurt@kslaw.com
www.kslaw.com



Editorial

Liebe Leserinnen, liebe Leser,

nach überwältigender Resonanz auf unseren „Immobilienkapitalmarkt 2011“ als erste Publikation dieser Art überreichen wir Ihnen heute eine neue Ausgabe unserer Reihe.

Unser Anspruch, Sie aus dem Blickwinkel langjähriger Beratungspraxis fokussiert und maßgeschneidert über genau diejenigen Themen zu informieren, die für Sie von Bedeutung sind, hat sich seit dem letzten Mal nicht geändert. Ganz im Gegenteil: Der „Immobilienkapitalmarkt 2012“ befasst sich aus diesem Grund gar gänzlich mit einem der Rechtsthemen, die zu den derzeit brisantesten überhaupt gehören. Die AIFM-Richtlinie und ihre Umsetzung haben erhebliche Bedeutung nicht nur für alle Akteure des Immobilienkapitalmarkts. Sie werden vielmehr schlechterdings den gesamten Kapitalmarkt nachhaltig verändern. Folgerichtig ist der Querschnitt von Rechtsfragen, die wir für Sie beleuchten wollen, diesmal auf solche im Zusammenhang mit der AIFM-Regulierung beschränkt.

Wenngleich unsere Betrachtungen in erster Linie den Immobilienkapitalmarkt im Blick haben, betreffen sie praktisch die gesamte „Fondsbranche“.

Wir wünschen Ihnen eine erneut angenehme und hilfreiche Lektüre und freuen uns auf Ihr Feedback.

Ihr King & Spalding-Team

Inhalt



6

Die AIFM-Richtlinie: Chance oder Katastrophe?

Der Immobilienkapitalmarkt zwischen Evolution und Revolution

Mario Leißner

9

Wege aus der Regulierung

Gestaltungsspielräume der AIFM-Richtlinie

Dr. Sven Wortberg

11

Komplexe Vorgaben

Die Zulassungsanforderungen der AIFM-Richtlinie im Detail

Anna Gabrysch

14

Ein neuer Ansatz

Die Vergütungsregelungen der AIFM-Richtlinie

Dr. Sven Wortberg und Dr. Philipp Wösthoff

16

Stress mit Policies, Limits und Analysen

Herausforderungen für das Risiko- und Liquiditätsmanagement

Nicole Bittlingmayer

	20
Risiken steuern und Interessen schützen Verwahrstelle und Bewertung <i>Alexandra Weis</i>	
	26
Wenn Dritte ins Spiel kommen Auslagerung nach Maßgabe der AIFM-RL <i>Olaf M. Jacobsen</i>	
	30
Systemrisiko Fremdfinanzierung? Die Regulierung von AIFs beim Einsatz von Fremdkapital <i>Dr. Andreas Böhme</i>	
	34
Bestellung eines externen AIFMs Die GmbH & Co. KG und die Umsetzung der AIFM-Richtlinie <i>Dr. Sven Wortberg und Anna Gabrysch</i>	
	ab 37
Service Autoren im Überblick, Sozietätsportrait, Kontakt	

Impressum

Herausgeber

Deutscher AnwaltSpiegel, King & Spalding,
F.A.Z.-Institut, German Law Publishers

© Mai 2012

Verlag

F.A.Z.-Institut für Management-,
Markt- und Medieninformationen GmbH
Geschäftsführung: Volker Sach,
Dr. André Hülsbömer
Mainzer Landstraße 199
60326 Frankfurt am Main
HRB Nr. 53454
Amtsgericht Frankfurt am Main
Telefon: +49 (0)69 7591 2194
Fax: +49 (0)69 7591 8154

German Law Publishers GmbH
Verleger: Prof. Dr. Thomas Wegerich
Scharstraße 2
70563 Stuttgart
Telefon: +49 (0)711 7385 221
Fax: +49 (0)711 7385 360

Projektmanagement

Jan Voosen
F.A.Z.-Institut für Management-,
Markt- und Medieninformationen GmbH
Telefon: 069 7591 2417
Fax: 069 7591 80 2417
E-Mail: j.voosen@faz-institut.de
Internet: www.faz-institut.de

Redaktion

Johannes Buschbeck (Boorberg Verlag),
Alexander Schneider (F.A.Z.-Institut),
Thomas Wegerich (German Law Publishers)

Layout

Nina Mündl (F.A.Z.-Institut)

Druck und Verarbeitung

Boschen Offsetdruck GmbH,
Frankfurt am Main

Titelfoto

istockphoto.com/contour99

Haftungsausschluss

Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert
und zusammengestellt. Für die Richtigkeit und
Vollständigkeit des Inhalts übernehmen Verlag,
Redaktion, Herausgeber und Autoren keine
Gewähr.

Die AIFM-Richtlinie: Chance oder Katastrophe?

Der Immobilienkapitalmarkt zwischen Evolution und Revolution

Ein Gespenst geht um in der deutschen Immobilienindustrie: das Gespenst der Regulierung. Es versetzt verschiedenste Teile des Marktes in Angst und Schrecken, wenn auch in unterschiedlicher Qualität und mit unterschiedlicher Intensität. Während diejenigen Marktteilnehmer, die ein zuweilen recht scharfes aufsichtsrechtliches Regime bereits seit langer Zeit gewohnt sind, sich demnächst überreguliert und geradezu drangsaliert wähnen, fürchtet eine andere Gruppe auf dem Immobilienkapitalmarkt um ihre Freiheit oder gar ihre Existenz. Dazwischen gibt es, und zwar interessanterweise in sämtlichen Segmenten des Marktes, eine nicht geringe Zahl von Akteuren, die mit bemerkenswerter Beharrlichkeit den Kopf in den Sand stecken, jeden Gedanken an „Betroffensein“ verdrängen oder dem „Prinzip Hoffnung“ folgen. Es mag nicht überraschen, dass keine einzige der Extrempositionen ein realistisches Bild dessen zeichnet, was der Markt in Deutschland zu erwarten hat. Dennoch ist es wohl nicht übertrieben, sich mit der Frage auseinanderzusetzen, ob die dunklen Wolken am Himmel lediglich Begleiter normaler Evolution und gleichsam eines weiteren Reifens des Immobilienkapitalmarkts und seiner

Teilnehmer sind oder ob es sich bei diesen nicht vielmehr doch um die Vorboten eines revolutionären „Knalls mit Ansage“ handelt, der nichts so sein lassen wird, wie es vorher einmal war. Immerhin ist das Gespenst der Regulierung weder, wie bei Gespenstern sonst üblich, durchsichtig noch blassweiß; es hat vielmehr eine leuchtendblaue Farbe mit einem Kreis goldener Sterne, trägt einen schwarz-rot-goldenen Werkzeugkoffer und ist wahrlich nicht zu übersehen. Die gute Nachricht ist also, dass man sich sehenden Auges dagegen verteidigen kann; die sich sofort anschließende schlechte Nachricht mag sein, dass man dies in den meisten Fällen wohl auch rechtzeitig tun sollte. Doch worum geht es?

Am 11.11.2010 hat das Europäische Parlament die Directive on Alternative Investment Fund Managers (AIFMD; im deutschen Sprachgebrauch AIFM-RL) verabschiedet. Die Richtlinie wurde am 01.07.2011 im Amtsblatt der Europäischen Union veröffentlicht und trat am 20.07.2011 in Kraft. Die Mitgliedsstaaten der Europäischen Union haben nun zwei Jahre Zeit, die Richtlinie in nationales Recht umzusetzen. Bei der Richtlinie handelt es sich um den ersten Schritt (Level 1) im sog. Lamfalussy-Verfahren nach dem Vertrag von Lissabon. Diesem werden als sog. Level-2-Maßnahmen diverse Durchführungsvorschriften der Europäischen Union auf der Basis von Entwürfen der European Securities and Markets Authority (ESMA) folgen; an den Level 2-Maßnahmen wird parallel zur Umsetzung der Richtlinie durch die Mitgliedsstaaten in nationales Recht gearbeitet. Weitere Schritte im Lamfalussy-Verfahren sind die Entwicklung von Leitlinien und Empfehlungen für eine effiziente Aufsicht und einheitliche Anwendung von Unionsrecht sowie die verstärkte Kontrolle durch die ESMA ebenso wie die Bestimmung der weiteren Rolle der ESMA im Hinblick auf Aufsicht und Kontrolle zur wirksameren Durchsetzung des Rechts der Europäischen Union. Wir befinden uns also derzeit in einer Phase, in welcher ein verbindli-

cher Rechtsrahmen für die Mitgliedsstaaten der Europäischen Union bereits geschaffen wurde und die Umsetzung desselben in nationales Recht noch nicht erfolgt ist. Der deutsche Gesetzgeber wird allerdings relativ kurzfristig einen ersten Entwurf eines Umsetzungsgesetzes vorlegen.

Alle sind betroffen

Hintergrund der Schaffung eines neuen Rechtsrahmens durch die AIFM-RL ist die alles andere als neue, durch die sog. Finanzkrise allerdings auf ein gänzlich neues Niveau gehobene Diskussion über Sinn und Notwendigkeit einer möglichst keine Schlupflöcher lassenden Regulierung der europäischen Finanzmärkte. Die Bezeichnung der Richtlinie lässt vermuten, dass diese ausschließlich auf die vermeintlichen Hauptschuldigen der Krise der Finanzmärkte abzielt, namentlich die Hedgefonds und Private-Equity-Fonds. Dies war auch in der Tat der ursprüngliche Ansatz, wobei freilich noch nie völlig klar wurde, wodurch genau sich „alternative Investments“ vom Rest des Marktes abgrenzen lassen würden. Wohl auch in der Erkenntnis derartiger Schwierigkeiten ist vom ursprünglichen Regelungsziel nichts übrig geblieben: Adressat der Richtlinie sind vielmehr nun sämtliche Verwalter von jeglichen „alternativen Investmentfonds“, zu welchen definitionsgemäß allein die sog. Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), welche seit der OGAW-RL bereits umfassend europaweit – und in Deutschland als sog. „Richtlinienkonforme Sondervermögen“ in §§ 46 ff. des Investmentgesetzes – reguliert sind, nicht gehören. Vereinfachend lässt sich also feststellen, dass – von einzelnen Ausnahmen abgesehen – praktisch der gesamte Markt dazugehört. Irrelevant für die Frage, ob ein Fondsmanager unter den persönlichen Anwendungsbereich des neuen Rechts fällt, sind demnach sowohl die rechtliche Struktur als auch die Assetklasse, in welche investiert wird.

Die Berechtigung der Sorgen auf dem heimischen Immobilienkapitalmarkt erklärt



sich jedenfalls teilweise bei einer etwas konkreteren Subsumtion der hiesigen Produkte und Vehikel unter die vorstehende Fondsdefinition. Die gute Nachricht zuerst: Der Richtlinie ist gelungen, die üblichen Verdächtigen für alles geschehene Böse auf den Märkten, nämlich Hedgefonds und Private-Equity-Fonds, welche nach dem oben Gesagten ursprünglich die überhaupt einzigen Adressaten des neuen Rechts hätten werden sollen, immerhin letztlich in der Tat zu erfassen. Unterdessen ist der Kollateralschaden bemerkenswert: Die Richtlinie erfasst praktisch auch alles andere, was der deutsche Markt zu bieten hat. Hierzu zählen nicht nur die anderen Teile des sog. grauen Kapitalmarkts, d.h. faktisch alle geschlossenen Fonds – hierunter geschlossene Immobilienfonds, Schiffsfonds, Flugzeugfonds, Medienfonds, Infrastrukturfonds u.a. Vielmehr wurden en passant auch diejenigen gefangen, die schon bisher einer teils drastischen Regulierung unterlagen: die offenen Publikums- und Spezialfonds. Betroffen sind demnach die Verwalter praktisch sämtlicher denkbaren Produkte und Vehikel – mit Ausnahme der richtlinienkonformen Sondervermögen – mit einer Differenzierung allenfalls hinsichtlich der Schwere und Folgen der Änderungen.

Eine regulatorische Bestandsaufnahme verdeutlicht das: Auf der einen Extremseite des Status quo befinden sich die praktisch unregulierten und im europäischen Vergleich eine geradezu „unnormale“ Freiheit genießenden Produkte des sog. grauen Kapitalmarkts. Zu diesen zählen Venture-Capital-Fonds und Private-Equity-Fonds sowie etwa Publikums-Kommanditgesellschaften. Bisher bestenfalls zaghafte Schritte auf dem Weg zu einem Aufsichtsgesetz für die gesamte Private-Equity-Industrie sind ebenso wie vorhandene Regularien in Form des Gesetzes über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften und des Wagniskapitalbeteiligungsgesetzes in der Praxis ohne größere Bedeutung. Für den großen Bereich der geschlossenen Fonds wurde am 12.12.2011 das Gesetz zur Novellierung des Finanzan-

lagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts verkündet. Dieses trat zum Teil bereits am Tag nach seiner Verkündung und tritt im Übrigen nach Ablauf gewisser Übergangsfristen ab dem 01.06.2012 in Kraft. Es ordnet grundsätzlich Vermögensanlagen als Finanzinstrumente im Sinne des Kreditwesengesetzes und des Wertpapierhandelsgesetzes ein, was zu Erlaubnispflichten für Berater und Vermittler derartiger Anlagen nach dem Kreditwesengesetz sowie der Notwendigkeit, Anforderungen des Wertpapierhandelsgesetzes zu beachten, führt und selbst bei Vorliegen von Ausnahmeregelungen des Kreditwesengesetzes und des Wertpapierhandelsgesetzes jedenfalls eine Erlaubnispflicht als Finanzanlagenvermittler nach der Gewerbeordnung mit sich bringt. Darüber hinaus haben aufsichtsrechtliche Bedeutung allenfalls Regelungen des Verkaufsprospektgesetzes, wonach für Vermögensanlagen eine Verpflichtung zur Herausgabe eines Verkaufsprospekts, der von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht formal gestempelt werden muss, besteht. Ungleich schärfer reguliert und gleichsam das andere Extremum darstellend sind die deutschen offenen Publikums- und Spezialfonds. Deren Regulierung ergibt sich – ebenso wie diejenige der richtlinienkonformen Sondervermögen – aus dem Investmentgesetz, dessen Anlegerschutzvorschriften kürzlich in Reaktion auf die segmentive Krise einzelner offener Immobilienfonds weiter verschärft wurden. Das vorhandene Spektrum regulatorischer Korsette reicht also von Rudimenten bis hin zu Bollwerken. Entsprechend kann das Delta zu einer neuen europäischen Rasenmäherregulierung von groß bis klein schwanken.

Der Anwendungsbereich der AIFM-Richtlinie

Für das Verständnis der sich abzeichnenden neuen rechtlichen Situation und des sich daraus ergebenden Handlungsbedarfs ebenso wie für das Erfassen potentiellen Gestaltungsspielraums nicht unerheblich ist die



Antwort auf die Frage, wen oder was die Richtlinie im Visier hat. Denkbarer Ansatz einer Regulierung kann zunächst das Investmentprodukt sein. Eine weitere Möglichkeit ist es, nicht das Produkt, sondern dessen Manager zu regulieren. Schließlich kommt als Ansatz einer Regulierung in Betracht, sich mit dem Vertrieb der Vermögensanlage zu befassen. Während sich einige der oben erwähnten rudimentären Regularien, etwa das Verkaufsprospektgesetz oder das Wertpapierprospektgesetz, quasi ausschließlich dem Vertrieb von Anlageprodukten widmen und sich etwa das Kreditwesengesetz für spezifische Bereiche mit den Verwaltern befasst, sind der OGAW-RL (auf europäischer Ebene) und – über diese – dem Investmentgesetz (auf deutscher Ebene) alle drei Zielrichtungen immanent: Neben klassischen Regelungen im Hinblick auf die Anlageprodukte, hierunter beispielsweise solche zu den Anlagegegenständen, finden sich im Investmentgesetz sowohl Regelungen hinsichtlich des Produktverwalters, namentlich der Kapitalanlagegesellschaft, als auch solche im Hinblick auf den Vertrieb der Produkte. Betrachtet man den weiter oben erörterten Ausgangspunkt der europäischen Regulierungsbemühungen, ein möglichst dichtes aufsichtsrechtliches Korsett zu schaffen, mit dessen Hilfe bestehende Regulierungslücken geschlossen werden, so könnte man geneigt sein anzunehmen, dass dies am besten mit einer umfassenden Regelung mit Blickrichtung auf sämtliche denkbaren Anlageprodukte ge-



Hort des Rechts: Das Berlaymont-Gebäude in Brüssel ist Sitz der juristischen Abteilung der Europäischen Kommission.

länge. Unterdessen war die Entscheidung der Europäischen Union – insoweit wohl zu Recht – eine andere: Die AIFM-RL verzichtet auf eine lückenlose Produktregulierung und widmet sich stattdessen ausschließlich den Fondsverwaltern. Sinn und Zweck dieses aus deutscher Sicht auf den ersten Blick ungewöhnlichen Vorgehens ist die Existenz von zwar in der Europäischen Union verwalteten oder vertriebenen, allerdings außerhalb der Europäischen Union aufgelegten Produkten, die mit abzudecken angesichts der zwischenzeitlich nicht geringen Verbreitung politisch für erforderlich gehalten wurde.

Die Konsequenzen

Doch welches sind die sich aus der Existenz der AIFM-RL, dem in Kürze zu erwartenden AIFM-Umsetzungsgesetz und der Tatsache, dass die AIFM-RL keine eigentlichen Regelungsobjekte, sondern vielmehr Regelungsobjekte hat, ergebenden Konsequenzen? Zunächst ist unverkennbar, dass über die Gleichbehandlung der Fondsmanager sämtliche auf dem Markt vorkommenden – wie auch immer gearteten – Investmentfonds faktisch zusammenrücken. Gleichsam unter Durchbrechung althergebrachter Produktkategorien und gar Branchenunterschiede werden die Arrangeure und Profiteure als eigentlich Handelnde vor dem Gesetz gleich. Indem die Anforderungen an die Produktmanager sich angleichen, ist zu erwarten, dass der Wettbewerb auf dem Immobilienkapitalmarkt sich künftig noch stärker über die Vehikel, Produkte und unterliegenden Assets vollzieht, während die – dann eher vergleichbaren – Organisationsformen, Strukturen und Zertifizierungen der Anbieter an Wettbewerbsrelevanz und

Verkaufsschlagkraft verlieren. Für Kapitalanlagegesellschaften als bislang einzige auf Anbieter- und Produktseite wahrhaft regulierte Marktteilnehmer endet eine Ära: die Ära der Alleinstellung als – jedenfalls in regulatorischer Hinsicht – einziges lupenrein „weißes“ Marktsegment. Das klingt schlecht, ist es jedoch nicht zwingend. In Abhängigkeit vom letztlichen Vorgehen des Gesetzgebers, der die Qual der Wahl zwischen einer Umgestaltung des Investmentgesetzes und der Schaffung eines „AIFM-Gesetzes“ hat und sich dem Druck des Markts und der Notwendigkeit ausgesetzt sieht, Abgrenzungsschwierigkeiten zu bestehenden Regularien und Unschlüssigkeiten zu vermeiden und mit einem „großen Wurf“ die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Fondsindustrie gerade in Abgrenzung zu (ihrem Ruf, nicht notwendigerweise aber auch der Realität nach) flexibleren Jurisdiktionen nachhaltig zu befördern, mögen Kapitalanlagegesellschaften auch in der Zukunft – über die von ihnen aufgelegten Fonds – wahrnehmbar „besonders reguliert“ sein. Dies ist fraglos Last und Vorteil zugleich. Immerhin ist im Fall der Kapitalanlagegesellschaften das Delta zwischen aktuellem Aufsichtsrecht und Zielregulierung vergleichsweise klein. Die Kosten und der Aufwand der Implementierung des neuen Rechts werden sich demnach, jedenfalls im direkten Vergleich mit anderen Segmenten des Markts, in Grenzen halten. Zu kurz gedacht und geradezu fahrlässig wäre es für die Anbieter der offenen Immobilienfonds jedoch, sich in Sicherheit zu wännen und die Notwendigkeit der Befassung mit dem neuen Recht zu ignorieren.

Wenn auch freilich mit anderen Vorzeichen, so ist doch für bislang kaum bzw. unregu-

lierte Anbieter eine Annäherung an die neue Situation mit gemischten Gefühlen angezeigt. Wenn man bedenkt, dass in bestimmten Konstellationen selbst die Hauptgeschäftsfelder vieler – nach eigener Einschätzung – „reiner“ Assetmanager der Definition der alternativen Investmentfonds unterfallen, ähneln die Konsequenzen der AIFM-RL für manche der bis heute an der frischen Luft und auf der grünen Wiese tätigen Anbieter in der Tat eher einer Revolution. Sie werden von null auf eine bemerkenswerte Höhe der Regulierung katapultiert und werden sich einem (Re-)Strukturierungs- und Organisationsaufwand ausgesetzt sehen, der durchaus nicht unerheblich ist und sicherlich überhaupt nur dann erfolgreich bewältigt werden kann, wenn die Augen nicht verschlossen bleiben und eine Befassung damit rechtzeitig beginnt. Andererseits ist zu erwarten, dass der Markt aus Kundensicht in der Qualifikation eines Anbieters unter dem neuen Aufsichtsrecht eine gewisse Art von Gütersiegel erkennen wird. Neben die Last mögen gerade in Zeiten der Unsicherheit weitere Teile der Anlegerschaft Verkaufsargumente treten. Mit Blick auf den zu erwartenden Initial- und Folgeaufwand bei der Anpassung an das neue AIFM-Recht bleibt aus Sicht einiger Fondsmanager zu hoffen und aus Sicht anderer Fondsmanager zu besorgen, dass anbieterseits eine gewisse Auslese und „Marktberreinigung“ stattfinden werden. In einem solchen Wettbewerb geht selbst dann, wenn man in der Einführung des neuen Rechts eher eine evolutionäre Bewegung als einen kompletten Systemumbruch erblickt, mehr als sonst, dass die Zukunft nur mit überlegenen Strukturen erfolgreich gestaltet werden kann.



*Mario Leißner
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main*

mleissner@kslaw.com

Wege aus der Regulierung

Gestaltungsspielräume der AIFM-Richtlinie

Der mit der Umsetzung der AIFM-RL verbundene Aufwand ist für den betroffenen Manager unzweifelhaft sehr hoch. Gleiches gilt für die damit verbundenen Kosten. Dies gilt insbesondere für Marktteilnehmer, die bis dato gar keiner Regulierung unterliegen. Naturgemäß stellt sich die Frage, ob es Gestaltungsmöglichkeiten gibt, um dem Anwendungsbereich der Richtlinie zu entkommen. Die Richtlinie sieht diverse Ausnahmetatbestände vor, von denen einige im Folgenden genauer beleuchtet werden sollen.

Laut Erwägungsgrund 7 der Richtlinie sollen Family-Office-Vehikel nicht als AIFMs betrachtet werden. Gemäß Erwägungsgrund 8 soll die Richtlinie nicht für Joint Ventures gelten. Art. 2 Abs. 3a) sieht pauschal die Nichtanwendbarkeit der Richtlinie auf Holdinggesellschaften vor. Art. 3 Abs. 1 statuiert das sogenannte Konzernprivileg. Schließlich gibt die in Art. 4 Abs. 1a) enthaltene Definition eines AIF Anlass zu der Frage, ob Ein-Anleger-Fonds nicht in den Geltungsbereich der AIFM-RL fallen.

Sofern Marktteilnehmer von einer dieser Ausnahmen Gebrauch machen wollen, ist im Rahmen der Überlegungen zur Strukturierung zum jetzigen Zeitpunkt zu beachten, dass bei der Umsetzung der AIFM-RL in nationales Recht noch entscheidende Änderungen bzw. Präzisierungen der einzelnen Tatbestände zu erwarten sind. Dies gilt insbesondere für die Ausnahmen, die bis dato lediglich in den Erwägungsgründen erwähnt sind.

Konzernprivileg

Gemäß Art. 3 Abs. 1 gilt die Richtlinie „nicht für AIFM, soweit sie einen oder mehrere AIF verwalten, deren einziger Anleger der AIFM oder die Muttergesellschaft oder die Tochtergesellschaft des AIFM oder andere Tochtergesellschaften jener Muttergesellschaften sind, sofern keiner dieser Anleger selbst ein AIF ist.“ Der Hintergrund dieser Regelung ist, dass es keines Anleger-

schutzes bedarf, wenn die Mittel zur Anlage nicht von Dritten eingeworben werden, sondern aus dem Konzernverbund selbst stammen. Nur vor diesem Hintergrund ist auch die Einschränkung im letzten Halbsatz der Vorschrift zu verstehen. Wenn einer der konzerninternen Anleger selbst ein AIF ist, also von einer Anzahl von (nicht konzernverbundenen) Anlegern Geld einsammelt, ist auch in dem vom an sich privilegierten AIFM verwalteten AIF mittelbar das Geld von externen Dritten angelegt, so dass die Privilegierung versagt bleiben muss. Nicht geregelt ist in der Richtlinie, welcher Prozentanteil erforderlich ist, um einen Anleger als Mutter- oder Tochtergesellschaft des AIFMs zu qualifizieren. Nach deutschem Recht kommt es auf den beherrschenden Einfluss der einen auf die andere Gesellschaft an, vgl. § 290 Abs. 1 Satz 1 HGB. Diesbezüglich ist die deutsche Umsetzung der AIFM-RL abzuwarten, und es mag sich insoweit ein gewisser Gestaltungsspielraum ergeben.

Joint Ventures

Eine gesetzliche Definition des Joint-Venture-Begriffs (wörtlich: gemeinsames Wagnis) existiert nicht. Entsprechend schwierig ist die Bestimmung der Reichweite dieses Ausnahmetatbestands. Die bloße Tatsache, dass zwei oder mehrere unabhängige Einheiten sich zusammenfinden (das Joint Venture), um gemeinsam einer Tätigkeit nachzugehen, die im Übrigen dem Anwendungsbereich der AIFM-RL unterfallen würde, kann offensichtlich nicht zu deren Unanwendbarkeit führen. Näher liegt es, die Joint-Venture-Ausnahme als punktuelle Erweiterung des Konzernprivilegs zu verstehen. Wenn die gemeinsame Anlage von Kapital aus einem Konzern nicht der AIFM-RL unterfällt, so soll dies gleichfalls nicht der Fall sein, wenn das Geld von zwei oder mehreren (jedenfalls aber einer begrenzten Anzahl) von Joint-Venture-Partnern und deren Mutter- und Tochtergesellschaften bereit gestellt wird. Bei dieser Interpretation kommt es allerdings entscheidend darauf

an, dass kein Kapital von unbeteiligten Dritten zur Anlage eingeworben wird.

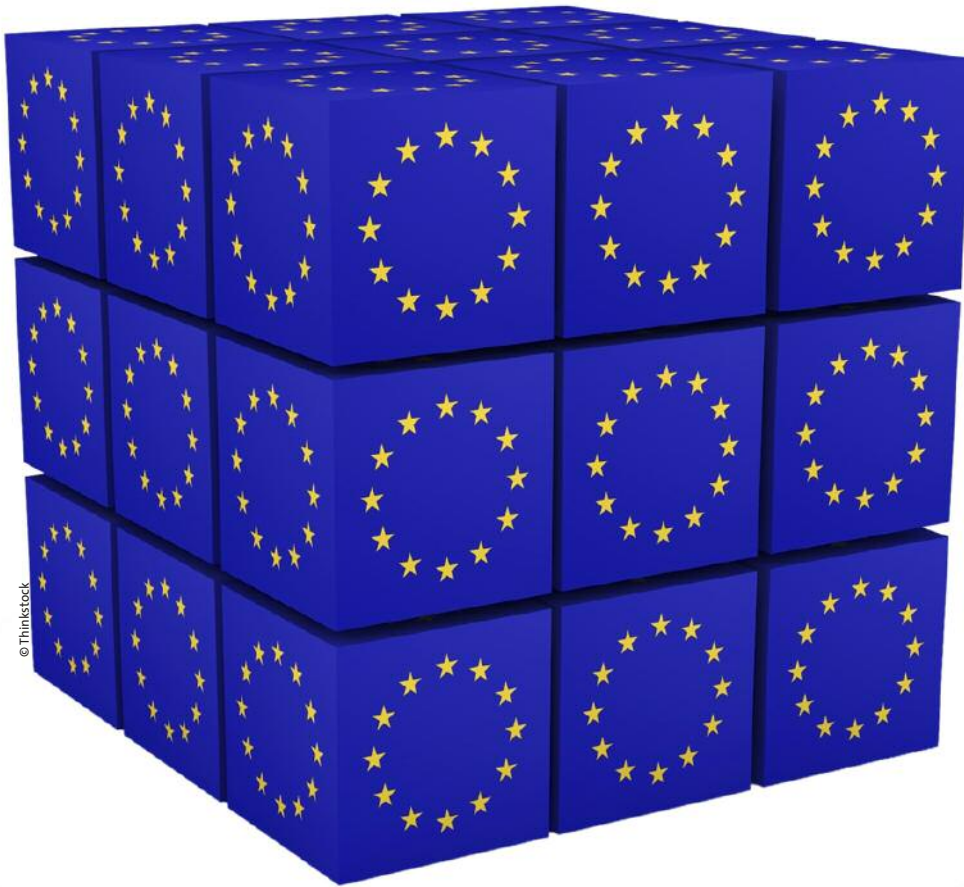
Holdinggesellschaften

Diese sind in Art. 4 Abs. 1o) definiert. Die sehr detaillierte Definition weist eine Reihe von unbestimmten Rechtsbegriffen auf („... deren Geschäftsgegenstand darin besteht, durch ihre Tochterunternehmen oder verbundenen Unternehmen oder Beteiligungen eine Geschäftsstrategie oder -strategien zur Förderung deren langfristigen Werts zu verfolgen, ...“). Offensichtlich und nachvollziehbar sollen solche Unternehmen von der Anwendung der AIFM-RL ausgenommen werden, die einen über die Investition des Kapitals ihrer Anleger hinausgehenden Geschäftszweck haben, mögen sie auch das Geld dieser Anleger für die Verfolgung dieses Geschäftszwecks einwerben und einsetzen. Die Abgrenzung zu einem Geschäftsmodell, das sich vorrangig auf den Handel mit Beteiligungen fokussiert (vgl. Art. 4 Abs. 1 o), ist an sich nicht trennscharf möglich. Es bleibt abzuwarten, ob nach Umsetzung der Richtlinie eine Gesellschaft vom Anwendungsbereich der Richtlinie ausgenommen bleibt, die ihren Anlegern einen Großteil der Rendite durch das Halten von Assets und die Ausschüttung der erzielten Erträge aus der Verwaltung dieser Assets verschafft, bei der aber auch der aus dem jeweiligen Exit erzielte Erlös Teil des Geschäftsmodells ist. Art. 4 Abs. 1o) (ii), nach dem die Veräußerung von Tochterunternehmen oder verbundenen Unternehmen lediglich nicht Hauptzweck sein darf, scheint dies zu erlauben.

Family-Offices

Wie schon hinsichtlich Joint Ventures existiert zum Begriff der „Family-Offices“ keine gesetzliche Definition. Nach Ansicht der BaFin (Merkblatt zur Erlaubnispflicht gemäß § 32 Abs 1 KWG für Family-Offices, Stand 10.02.2009) handelt es sich dabei um Unternehmen, die – unabhängig von ihrer Rechtsform – sich mit der bankenunabhän-





© Thinkstock

gigen Verwaltung großer privater Vermögen befassen. Gemäß Erwägungsgrund 7 der Richtlinie (deutsche Fassung) sollen solche Family-Office dann nicht als AIFM betrachtet werden, wenn sie das Privatvermögen von Anlegern investieren, „ohne Fremdkapital zu beschaffen“. Weshalb es entscheidend darauf ankommen soll, dass keine Finanzierung zur Hebelung der Erträge eingesetzt wird, erschließt sich nicht unmittelbar, und der Vergleich mit der englischen Fassung der Richtlinie weist darauf hin, dass hier eine ungenaue Übersetzung vorliegen dürfte. In Englisch heißt es an der entsprechenden Stelle „without raising external capital“, was so zu interpretieren sein dürfte, dass keine Mittel außerhalb des begrenzten Kreises der Privatvermögenden von anderen Anlegern eingeworben werden dürfen. Dies deckt sich auch mit den oben zum Konzernprivileg sowie zum Joint Venture herausgearbeiteten Ergebnissen. Aus der Richtlinie geht jedoch nicht eindeutig hervor, wie groß der Kreis der Privatanleger sein darf, der von einem Family-Office betreut werden darf, ohne dass dieses als AIFM anzusehen ist.

Ein-Anleger-Fonds

Gemäß Art. 4 Abs. 1a) ist AIF „... jeder Organismus für gemeinsame Anlagen einschließlich seiner Teilfonds, der (i) von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, ...“. Diese Formulierung scheint insbesondere hinsichtlich deutscher Spezialfonds mit nur einem einzigen Anleger die Möglichkeit zu eröffnen, dem Anwendungsbereich der Richtlinie zu entgehen. Ob sich eine solche Gestaltung jedoch im Ergebnis als Vorteil erweist, bleibt im Einzelfall und nach Umsetzung der Richtlinie in nationales Recht zu prüfen. Durchaus denkbar und aufgrund der Äußerungen der relevanten Stellen wohl sogar wahrscheinlich ist es, dass eine Nichtanwendbarkeit der Richtlinie auf Ein-Anleger-Spezialfonds auch den Wegfall der bis dato geltenden steuerlichen Privilegien zur Folge hätte. Wenn dies der Fall wäre, so würde sich vielmehr umgekehrt die Frage stellen, ob und wie derartige Fonds durch adäquate Gestaltung trotz des Wortlauts der Richtlinie in deren Anwendungsbereich einbezogen werden könnten. Das Diskussionspapier der ESMA zu Schlüsselbegriffen der AIFM-RL (ESMA/2012/117) vom 24.02.2012 befürwortet eine Interpretation

*Wie man es auch dreht und wendet:
Nur wenige Marktteilnehmer
werden Ausnahmen von der AIFM-
Richtlinie nutzen können.*

der Vorschrift derart, dass, solange die Vertragsbedingungen oder die Satzung des AIFs keine Regelungen enthalten, die die Ausgabe von Anteilen lediglich an einen Anleger zulassen, dieser AIF als ein solcher gilt, der von einer Vielzahl von Investoren Kapital einsammelt. Eine entsprechende Gestaltung, die die bestehenden Privilegien erhalten würde, wäre somit möglich.

Fazit

Naturgemäß besteht vor Umsetzung der AIFM-RL in nationales Recht auch hinsichtlich des Anwendungsbereichs der Richtlinie sowie der Reichweite der Ausnahmevorschriften noch einige Unsicherheit. Allgemeines Prinzip der hier analysierten Tatbestände ist jedoch, dass der Kreis der Anleger, von denen Kapital eingesammelt wird, zahlenmäßig stark beschränkt sein muss und dass die Anleger gewisse weitere Voraussetzungen erfüllen müssen, um die relevanten Ausnahmevorschriften zur Anwendung bringen zu können. Die zahlenmäßige Beschränkung wird jeweils nicht genau quantifiziert, und es ist auch nicht zu erwarten, dass dies im Rahmen der Umsetzung der Richtlinie im Detail geschieht. Die verwendeten unbestimmten Rechtsbegriffe lassen Interpretations- und damit auch Gestaltungsspielraum, der von Investoren ggf. ausgenutzt werden kann.



Dr. Sven Wortberg
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

swortberg@kslaw.com

Komplexe Vorgaben

Die Zulassungsanforderungen der AIFM-Richtlinie im Detail

Die Verwaltung eines AIFs und der Vertrieb von Fondsanteilen erfordern künftig eine Zulassung durch einen Mitgliedsstaat der EU. Die AIFM-RL legt auch insofern einen umfangreichen Regelungsrahmen der Zulassungsanforderungen fest. Die AIFMs als Regelungsadressaten haben zur Erlangung einer Erlaubnis verschiedene Zulassungsvoraussetzungen, darunter beispielsweise gewisse Eigenkapitalanforderungen, zu erfüllen sowie ihre Zuverlässigkeit und Geeignetheit darzulegen. Die bisher nicht vom Anwendungsbereich des Investmentgesetzes („InvG“) umfassten AIFMs, d.h. insbesondere die Manager geschlossener Immobilienfonds, unterlagen bisher kaum einer Regulierung, und auch die außerhalb des InvG aufgelegten Fonds konnten weitgehend unreguliert aufgelegt werden. Die Zulassungsanforderungen an AIFMs und an die durch das InvG regulierten Kapitalanlagegesellschaften sind hingegen größtenteils vergleichbar, wobei dennoch beachtenswerte Unterschiede im Detail bestehen. Der nachfolgende Beitrag soll einen Überblick über die Zulassungsanforderungen der AIFM-RL geben und relevante Aspekte herausstellen.

Zulassungsvoraussetzungen

Ein AIFM benötigt für das Verwalten und Vermarkten von AIFs stets eine Erlaubnis. Diese ist zu versagen, wenn nicht alle in Art. 8 AIFM-RL genannten Voraussetzungen erfüllt sind. So wird eine Erlaubnis nur dann erteilt, wenn die Aufsichtsbehörde des jeweiligen Mitgliedstaates davon überzeugt ist, dass der AIFM stets die Bedingungen der Richtlinie erfüllt, insbesondere sind hiermit die Anforderungen der Art. 12 ff. AIFM-RL beispielsweise an den Umgang mit Interessenkonflikten oder das Risikomanagement gemeint. Die vorgenannte Überzeugung soll die Aufsichtsbehörde dabei aufgrund einer inhaltlichen Prüfung der Sachlage gewinnen. Die Maßstäbe, welche die Aufsichtsbehörde bei dieser Beurteilung anlegen muss, ergeben sich jedoch weder aus den Erwägungsgründen noch aus der

Richtlinie selbst. Diese Zulassungsvoraussetzung kann daher als eine Generalklausel betrachtet werden, die der Behörde eine umfassende Prüfung der organisatorischen und technischen Vorkehrungen des AIFMs gestattet, deren Auswirkungen für die Praxis im Detail noch nicht absehbar sind.

Des Weiteren fordert Art. 8 die Zuverlässigkeit und Eignung der Geschäftsleiter des AIFMs, wobei mindestens zwei Personen mit ausreichender Erfahrung über die genannten Eigenschaften verfügen müssen. Eine „entsprechende Eignung“ wird auch von den Inhabern bedeutender bzw. qualifizierten Beteiligungen an dem AIFM (direkte oder mittelbare Beteiligung von mehr als 10% der Stimmrechte oder des Kapitals) gefordert. Formell wird vorausgesetzt, dass es sich bei dem AIFM um eine juristische Person („legal person“) handelt, die sowohl ihren Sitz als auch ihre Hauptverwaltung in ein und demselben Mitgliedsstaat hat. Weiterhin muss der AIFM über das nachfolgend näher dargestellte Anfangskapital und ggf. risikoangemessene zusätzliche Eigenmittel, gemäß Art. 9, verfügen.

Die vorgenannten Voraussetzungen für die Zulassung müssen jederzeit eingehalten werden. Ist das der Fall, so erhält der EU-AIFM durch die Zulassung den EU-Pass, der ihm die Verwaltung aller AIFs in einem EU-Mitgliedsstaat gestattet, wobei er die Absicht des Vertriebs in anderen EU-Staaten der Behörde des Herkunftsstaats zu melden hat. Der EU-Pass kann auch nicht in der EU ansässigen AIFM, die die Bestimmungen der Richtlinie erfüllen und einen Repräsentanten mit Sitz in ihrem Bezugsmitgliedstaat haben, erteilt werden. Das Meldeverfahren ist dann in gleicher Weise von dem Nicht-EU-AIFM in seinem Bezugsmitgliedstaat einzuhalten. Die Zulassung wird von der ESMA überprüft.

Anfangskapital und Eigenmittel

Die Richtlinie fordert, dass ein AIFM über ein liquides Mindestanfangskapital von

300.000 Euro (interne AIFMs) bzw. 125.000 Euro (externe AIFMs) verfügt. Die unterschiedliche Behandlung von internen und externen AIFMs wird durch ein geringeres Risiko von Interessenkonflikten aufgrund der Trennung von Verwaltung des AIFs und AIF selbst begründet. Übersteigt der Wert des verwalteten Fondsvermögens 250 Millionen Euro, sind durch den AIFM zusätzliche Eigenmittel in Höhe von 0,02% des zusätzlichen Fondsvolumens, jedoch nicht mehr als 10 Millionen Euro bereitzustellen. Darüber hinaus muss ein AIFM Eigenmittel aufweisen, die mindestens einem Viertel seiner fixen Kosten entsprechen.

Zur Abfederung operationeller Haftungsrisiken müssen sowohl interne als auch externe AIFMs weiterhin entweder zusätzliche Eigenmittel halten oder eine „Berufshaftpflichtversicherung“ abschließen oder nach dem finalen Vorschlag der ESMA über eine Kombination aus beidem verfügen, wobei der Anteil der zusätzlichen Eigenmittel nicht unter 10% liegen darf. Insofern hat die ESMA im Rahmen der Level-2-Maßnahmen eine Methode zur Berechnung der zusätzlichen Eigenmittel unter Berücksichtigung qualitativer und quantitativer Anforderungen unterbreitet. Als quantitative Anforderung fordert die ESMA zusätzliche Eigenmittel in Höhe von 0,01% der AuM der verwalteten AIFs. Gleichwohl eröffnet die ESMA den AIFMs die Möglichkeit der Reduzierung der Eigenmittel auf 0,008%, wenn der jeweilige AIFM aufgrund seiner Schadendaten nachweisen kann, dass sein Haftungsrisiko geringer ist, wobei ein Mindestbetrachtungszeitraum von drei Jahren für diese Beurteilung heranzuziehen ist. Anzumerken ist insofern, dass die Heranziehung der BVI Schadendatenbank zwecks Nachweises des geringeren Haftungsrisikos gegenüber dem BVI als nicht ausreichende Datenbasis für die Zwecke der vorgenannten Beurteilung abgelehnt worden ist.

In Bezug auf die alternativ abzuschließende Haftpflichtversicherung, welche grundsätzlich sämtliche Risiken abdecken und durch eine „Third Party Entity“ bereitgestellt wer-





Strenges Reglement: Wer sich mit der Zulassung durch einen EU-Mitgliedsstaat schmücken will, muss komplexen Anforderungen gerecht werden.

den muss, hat die ESMA aufgezeigt, welche spezifischen Risiken, so z.B. Organisationsversagen, technische Fehler, Pflichtverletzung, inkorrekte Bewertung, abzudecken sind und darüber hinaus auch Mindestversicherungssummen genannt. Danach sind pro Einzelschaden eine Mindestsumme, die höher ist als (i) 2 Millionen Euro oder (ii) 0,75% des 250 Millionen Euro übersteigenden Werts des Portfolios des AIFMs und, betreffend den Gesamtschaden, eine Summe, die höher ist als (i) 2,5 Millionen Euro oder (ii) 1% des 250 Millionen Euro übersteigenden Werts des Portfolios des AIFMs oder (iii) die vorgenannten erforderlichen zusätzlichen Eigenmittel vorzusehen. Diesbezüglich wird es allerdings im Hinblick darauf, ob solche Risiken zu vertretbaren Kosten versicherbar sind, der weiteren Abklärung mit der Versicherungswirtschaft bedürfen.

Die vorgenannten Eigenmittel dürfen ausschließlich in liquiden bzw. kurzfristig zu mobilisierenden Vermögenswerten angelegt werden, die zudem keine spekulativen Positionen enthalten dürfen. Die Richtlinie sieht hierfür, d.h. für die zusätzlichen Kapital- und Eigenmittelanforderungen, allerdings Erleichterungen von bis zu 50% vor, wenn eine Bank- oder Versicherungsgarantie in gleicher Höhe vorliegt, die den Anforderungen des Art. 9 AIFM-RL gerecht wird.

Zulassungsantrag

Der Antrag auf Zulassung eines AIFMs muss gemäß Art. 7 AIFM-RL Informationen sowohl über den AIFM selbst als auch über die AIFs, die dieser AIFM „zu verwalten beabsichtigt“ einschließlich deren Vertragsbedingungen enthalten.

So hat der AIFM der Aufsichtsbehörde Informationen über die Personen, die die Geschäfte des AIFMs tatsächlich führen, vorzulegen, wobei insofern u.a. auch auf die bereits erwähnte Zuverlässigkeit und Eignung der Geschäftsleiter abzustellen sein wird. Die Anforderungen an die fachliche Eignung und Zuverlässigkeit der Geschäftsleiter werden jedoch weder in der Richtlinie noch in den Level-2-Maßnahmen konkretisiert. Fraglich ist, ob insofern auch Nichtgeschäftsleiter (z.B. als Fondsmanager) diese Funktion erfüllen können, hierfür spricht die Auslegung vor dem Hintergrund des im Erwägungsgrund 20 genannten Begriffs der anderen „internen Ressourcen“ als dem Leitungsgremium, durch die ebenfalls Verwaltungsaufgaben ausgeführt werden können. Diese Auslegung würde zwar nicht dem aus den entsprechenden Regelungen des InvG resultierenden Verständnis entsprechen, könnte jedoch eine begrüßenswerte Erleichterung für AIFMs bedeuten.

Der AIFM hat im Rahmen des Zulassungsantrags auch Auskünfte über die Identität aller Anteilseigner des AIFMs, die eine qualifizierte Beteiligung an dem AIFM halten (Definition s.o.), zu machen. Ferner sind der Aufsichtsbehörde der Geschäftsplan des AIFMs einschließlich der Organisationsstruktur des AIFMs sowie Angaben zur Vergütungspolitik und Auslagerungsvereinbarungen vorzulegen.

Im Hinblick auf die vom AIFM verwalteten AIFs sind beispielsweise Angaben zur Verwahrstelle sowie Angaben zur Anlagestrategie und insbesondere zum Einsatz von Hebelfinanzierungen zu machen.

Erleichterungen hinsichtlich der Vorlage von Dokumenten sind für AIFMs, die gleichzeitig als OGAW-Verwaltungsgesellschaften tätig sind, vorgesehen, wenn bereits eine Erlaubnis nach der OGAW-RL vorliegt. Die Aufsichtsbehörden sind befugt, die Zulassung zu verweigern, wenn die Wahrnehmung ihrer Aufsichtsfunktionen durch enge Verbindungen zwischen dem AIFM und anderen natürlichen oder juristischen Personen (insofern entspricht dies der deutschen Rechtslage nach dem InvG) behindert wird; es handelt sich insofern zwar um eine Zulassungs-, nicht aber um eine formale Antragsvoraussetzung.

Die ESMA wurde im Hinblick auf die gesamten Anforderungen zum Zulassungsantrag und dem Zulassungsverfahren ermächtigt, Entwürfe für technische Regulierungs- und Durchführungsstandards zu entwerfen, die die im Antrag vorzulegenden Angaben sowie einige der in den Zulassungsvoraussetzungen genannten unbestimmten Rechtsbegriffe präzisieren. Dies ist, soweit ersichtlich, bisher nicht erfolgt. Wann diese Regulierungs- und Durchführungsstandards erlassen werden, ist daher noch unklar – erwartet werden sie für das vierte Quartal 2012 in Form einer Verordnung.

Änderung der Zulassungsvoraussetzungen

Wesentliche Änderungen, insbesondere wesentliche Änderungen der in Art. 7 AIFM-RL genannten Zulassungsvoraussetzungen, müssen den Aufsichtsbehörden angezeigt werden. Die Aufsichtsbehörden können der Umsetzung dieser Änderungen binnen eines Monats widersprechen (Art. 10 AIFM-





RL), so dass Änderungen erst nach Ablauf dieser Frist umgesetzt werden dürfen. Die zuständige Aufsichtsbehörde kann die Frist allerdings um bis zu einen weiteren Monat verlängern, wenn sie dies für notwendig erachtet.

Aufgrund der Tatsache, dass bereits im Rahmen des Antrags auf Zulassung detaillierte Informationen über die AIFs, die der AIFM zu verwalten beabsichtigt, vorzulegen sind, wird teilweise diskutiert, ob das Auflegen eines neuen AIFs eine „wesentliche“ und damit anzeigepflichtige Änderung der Zulassungsbedingungen im Sinne der Richtlinie darstellt. Fraglich ist in diesem Zusammenhang insbesondere, ob die Vorlage von neuen Vertragsbedingungen eines AIFs bei der Neuauflage eines Fonds eine wesentliche Änderung darstellt. Sollte dies bejaht werden, könnte die Vorlage von Vertragsbedingungen eines AIFs der gleichzeitig einen Spezialfonds im Sinne des InvG darstellt, quasi zu einer Zulassung von Spezialfonds führen, die bisher nicht im InvG vorgesehen ist. Dagegen kann jedoch überzeugend eingewendet werden, dass das Auflegen eines AIFs mit einer Anlagestrategie, die von der Zulassung gedeckt ist, nicht als wesentliche Änderung im Sinne der Richtlinie angesehen werden kann.

Fristen

Hinsichtlich des Zeitraums für die Bearbeitung der Zulassungsanträge sieht die Richtlinie vor, dass die Aufsichtsbehörden dem AIFM binnen drei Monaten nach Einreichung eines vollständigen Antrags mitzuteilen haben, ob die Zulassung erteilt wird. Die zuständige Aufsichtsbehörde kann die Frist

jedoch um bis zu drei weitere Monate verlängern, wenn sie dies aufgrund der Umstände des Einzelfalls für notwendig erachtet. AIFMs können mit der Verwaltung von AIFs erst beginnen, wenn die Zulassung erteilt ist. Für die Stellung des Zulassungsantrags wird den AIFMs ab dem Zeitpunkt der Umsetzung in nationales Recht ein Zeitraum von einem Jahr gewährt. Danach sind Zulassungsanträge bis spätestens Mitte 2014 zu stellen.

Bestandsschutz besteht allerdings für das Management geschlossener Fonds, die vor dem Ende der Umsetzungsfrist und damit vor dem 21.07.2013 aufgelegt und voll investiert sind, sowie für geschlossene Fonds, deren Zeichnungsfrist vor Inkrafttreten der Richtlinie endet und deren Laufzeit drei Jahre nach dem Umsetzungszeitpunkt (21.07.2013) endet. AIFMs solcher Fonds können diese auch nach der Umsetzung der AIFM-RL ohne Zulassung weiter verwalten.

Entzug der Zulassung

Die Aufsichtsbehörden sind befugt, die bereits erteilte Zulassung unter den in der Richtlinie genannten Voraussetzungen auch wieder zu entziehen. Dies ist beispielsweise dann gegeben, wenn die Voraussetzungen der Richtlinie nicht mehr eingehalten werden oder der AIFM in schwerwiegender Weise gegen die Bestimmungen der Richtlinie verstoßen hat. Aber auch ein Verstoß gegen das nationale Recht des jeweiligen Mitgliedsstaats der EU kann zu einem Entzug der Zulassung führen, wenn das nationale Recht bezüglich Angelegenheiten, die außerhalb des Anwendungsbereichs der Richtlinie liegen, den Entzug vorsieht.

Fazit

Die Zulassungsanforderungen der Richtlinie und dabei insbesondere die in diesem Zusammenhang verwendeten unbestimmten Rechtsbegriffe unterliegen zwar der weiteren Konkretisierung durch detaillierte Regulierungs- und Durchführungsstandards, doch ist Komplexität dieser Anforderungen bereits eindeutig erkennbar und bringt jedenfalls für die Manager der bisher unregulierten Marktsegmente der geschlossenen Immobilienfonds sowie der PE-Fonds bedeutende Änderungen mit sich. Es ist nicht auszuschließen, dass es dadurch bzw. insbesondere durch die in der Richtlinie aufgestellten Kapitalanforderungen zu einer „Marktberreinigung“ in diesem Segment bzw. einer strategischen Umorientierung einiger Marktteilnehmer kommen wird. Vor diesem Hintergrund ist insbesondere den Managern der bisher unregulierten geschlossenen Immobilienfonds anzuraten, mögliche Synergien zu nutzen, um weiterhin erfolgreich am Markt teilhaben und ggf. sogar die strategischen Vorteile eines künftig EU-weiten Managements nutzen zu können.



Anna Gabrysch
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

agabrysch@kslaw.com

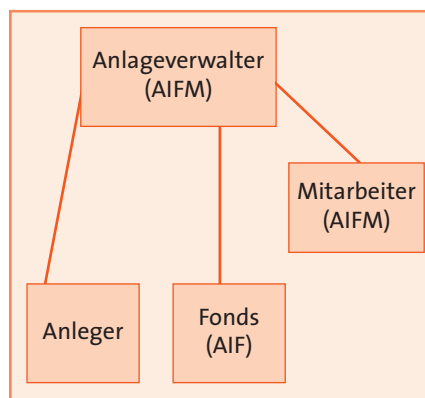
Ein neuer Ansatz

Die Vergütungsregelungen der AIFM-Richtlinie

Die AIFM-RL bezweckt u.a. den Anlegerschutz sowie die Sicherstellung der Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte. Beide Zwecke werden erreicht, wenn im Rahmen des Anlagemanagements keine übermäßigen Risiken eingegangen werden. Indem der europäische Gesetzgeber versucht, diese Zwecke unter anderem durch Einflussnahme auf die Vergütungspolitik der AIFMs zu erreichen, wählt er einen neuen Ansatz, der insbesondere bis dato nicht regulierte AIFMs zu umfassenden Anpassungen zwingen wird.

Regelungssystematik

Um den Ansatz des Europäischen Gesetzgebers zu verstehen und kritisch zu beleuchten, ist es hilfreich, sich zunächst die Beziehungen der beteiligten Personen zu vergegenwärtigen:



Bereits existente Regelungen hinsichtlich der Vergütung setzen beim Verhältnis des Anlageverwalters (nach der Terminologie der AIFM-RL nunmehr: AIFM) zum Anleger an: Gemäß § 41 InvG müssen die Vertragsbedingungen einer Kapitalanlagegesellschaft im Wesentlichen transparent sein. Bereits vor Vertragsschluss sollen die Anleger in verständlicher Weise über die Vergütungen und Aufwendererstattungen informiert werden, die aus dem Sondervermögen an die KAG, die Depotbank und an Dritte zu leisten sind, da diese Kosten wirt-

schaftlich zu Lasten der Anleger gehen. Inhaltliche Anforderungen an die Vergütungsstruktur enthält § 41 InvG dagegen nicht.

Die AIFM-RL setzt an einem anderen Punkt in den vertraglichen Beziehungen der Beteiligten an: Sie regelt die Vergütung bestimmter – wichtiger – Mitarbeiter des AIFMs. Die Vergütungspolitik und -praxis hinsichtlich der betroffenen Mitarbeiter soll derart festgelegt werden, dass sie mit einem soliden und wirksamen Risikomanagement vereinbar und diesem förderlich ist und nicht zur Übernahme von Risiken ermutigt, die nicht mit dem Risikoprofil, den Vertragsbedingungen oder der Satzung der von ihnen verwalteten AIFs vereinbar sind.

Dieser Ansatz entbehrt nicht einer gewissen Logik: Im Vergleich zu einer inhaltlichen Regelung und ggf. Begrenzung der Vergütung des AIFMs aus dem Vermögen des AIFs verspricht es womöglich größeren Erfolg, die gewünschten Leistungs- und Verhaltensanreize direkt bei den Individuen zu setzen, die tagtäglich mit der Verwaltung des AIFs befasst sind, namentlich den relevanten Mitarbeitern des AIFMs.

Vergütungspolitik des AIFMs

Im Wesentlichen bestehen die in Art. 13 AIFM-RL in Verbindung mit Anhang II aufgezählten Grundsätze zur Vergütungspolitik aus einer Festlegung von allgemein gehaltenen Zielen und Werten sowie aus konkreten Anforderungen an die Gestaltung von Bonussystemen.

Um ein wirksames solides Risikomanagement zu gewährleisten, sind von dem AIFM gewisse Grundsätze anzuwenden. Hierzu zählen insbesondere:

- Einklang der Vergütungspolitik mit Geschäftsstrategie, Zielen, Werten und Interessen des AIFMs und der verwalteten AIFs bzw. von deren Anlegern sowie Maßnahmen zur Vermeidung von Interessenkonflikten;

- mindestens einmal jährlich hat eine unabhängige interne Überprüfung der Vergütungspolitik zu erfolgen;
- Mitarbeiter mit Kontrollfunktionen werden, unabhängig von den Leistungen in den von ihnen kontrollierten Geschäftsbereichen, entsprechend den mit ihren Aufgaben verbundenen Zielen entlohnt;
- Kriterien für erfolgsabhängige Vergütung sind sowohl das Gesamtergebnis des AIFMs als auch die Leistung des jeweiligen Mitarbeiters und seiner Abteilung bzw. des betreffenden AIFs;
- bei der Gesamtvergütung müssen die fixen und die variablen Bestandteile in einem angemessenen Verhältnis stehen;
- je nach Größe und Komplexität der Geschäfte ist ein AIFM verpflichtet, einen Vergütungsausschuss einzurichten.

Die in der AIFM-RL festgehaltenen Leitlinien für eine solide Vergütungspolitik sollen durch die ESMA unter Mitwirkung der Europäischen Bankaufsichtsbehörde konkretisiert werden (Art. 13 Abs. 2 AIFM-RL in Verbindung mit Erwägungsgrund 27 AIFM-RL) um so für Konvergenz bei der Beurteilung der Vergütungspolitik zwischen den unterschiedlichen Aufsichtsbehörden zu sorgen.

Schon vor der Umsetzung der AIFM-RL in nationales Recht bzw. unabhängig von ihr lassen sich einige Problemkreise identifizieren. So bleibt z.B. bis dato ungeklärt, wie die Vorgaben der AIFM-RL in dem Fall umgesetzt werden sollen, dass mit den Mitarbeitern des AIFMs bereits abweichende Vergütungsregelungen getroffen wurden.

Bemerkenswert ist insbesondere die Anforderung, dass mindestens 50% der variablen Vergütung aus Anteilen an dem von dem AIFM verwalteten AIF oder gleichwertigen Beteiligungen bestehen müssen. Der Hintergrund der Regelung ist ohne weiteres nachvollziehbar: Die relevanten Mitarbeiter sollen zu einer nachhaltigen Betreuung des AIFs angehalten werden, was dadurch er-





reicht wird, dass sie vom wirtschaftlichen Erfolg des AIFs unmittelbar und andauernd betroffen sind.

Unbeachtet blieb vom europäischen Gesetzgeber jedoch offenbar, dass nicht in jedem denkbaren Fall Anteile an dem AIF für Mitarbeiter des AIFMs zur Verfügung stehen werden. Rechtlich ist dies z.B. hinsichtlich Spezialfonds nach dem InvG ausgeschlossen, da Anteile an diesen lediglich von institutionellen Investoren, sprich juristischen Personen, gehalten werden können. Auch im Übrigen mag es im Einzelfall problematisch für die „eigentlichen“ Anleger des AIFs sein, wenn an „ihrem“ Fonds eine Anzahl von weiteren Anlegern (die Mitarbeiter des AIFMs) aufgrund regulatorischer Anordnung partizipieren. Hier erscheint es im Rahmen der nationalen Umsetzung der AIFM-RL erwägenswert, eine rein virtuelle Beteiligung an dem AIF, die eine rechtliche Beteiligung an diesem wirtschaftlich exakt abbildet, genügen zu lassen.

Bei der konkreten Ausgestaltung der Vergütung der Mitarbeiter dürfte der Teufel im Detail stecken. Kompliziert wird sich insbesondere der Fall gestalten, in dem ein Mitarbeiter mehrere AIFs betreut, die ein völlig unterschiedliches Risikoprofil aufweisen. Da die AIFM-RL hinsichtlich der Risiko-

profile der betreuten Fonds ausdrücklich keine Vorgaben macht, ist der Fall denkbar, dass ein Mitarbeiter sowohl für sehr risikoaverse als auch für sehr risikoafine Fonds zuständig ist. Die Vergütung dieses Mitarbeiters derart zu gestalten, dass dieser hinsichtlich aller betreuten AIFs sachgerecht incentiviert ist, dürfte sich als herausfordernd darstellen.

Ungeklärt sind bis dato noch die Folgen bei einem Verstoß gegen die umzusetzenden Grundsätze. Zwar gibt der europäische Gesetzgeber dem nationalen Gesetzgeber auf, geeignete Sanktionen bei Verstößen festzulegen. Es bleibt jedoch abzuwarten, ob es bei Verwaltungssanktionen bleiben wird oder ob auch Schadenersatzansprüche seitens der Anleger geltend gemacht werden können. Für reine Verwaltungssanktionen spricht bislang, dass die im jeweiligen Mitgliedsstaat zuständige Behörde (für Deutschland: die BaFin) einzuschreiten hat.

Fazit

Die Umsetzung der in der AIFM-RL enthaltenen Vergütungsregelungen wird aufgrund des damit verbundenen organisatorischen Aufwands bei allen relevanten Marktteilnehmern zu einer Erhöhung der administra-

tiven Kosten führen. Insbesondere geschlossene Fonds werden ihre Vergütungspolitik umstellen müssen, da die jeweils geübte derzeitige Praxis in aller Regel nicht mit den neuen Grundsätzen in Einklang stehen wird. Der vom Gesetzgeber gewählte Ansatz zum Schutz des Anlegers erscheint jedoch insgesamt vielversprechend.



Dr. Sven Wortberg
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

swortberg@kslaw.com



Dr. Philipp Wösthoff
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

pwoesthoff@kslaw.com

Stress mit Policies, Limits und Analysen

Herausforderungen für das Risiko- und Liquiditätsmanagement

Die AIFM-RL enthält konkrete operative Anforderungen im Hinblick auf das Risiko- und Liquiditätsmanagement, die regulierten AIFMs bekannt vorkommen dürften, wenngleich sie im Detail durchaus strenger sein können als bestehende gesetzliche, verordnungsrechtliche oder behördliche Vorgaben. Für bislang unregulierte AIFMs könnte das Thema in weiten Teilen Neuland sein und dürfte in der praktischen Umsetzung, für die die ESMA im Rahmen der Level-2-Maßnahmen technische Empfehlungen veröffentlicht hat (ESMA/2011/379 vom 16.11.2011), eine nicht zu unterschätzende, mit erheblichem administrativem und organisatorischem Aufwand verbundene Herausforderung werden. Einhergehend mit den operativen Vorgaben für das Risiko- und Liquiditätsmanagement enthält die AIFM-RL im Übrigen Maßgaben hinsichtlich Frequenz und Umfang von Informations- und Berichtspflichten gegenüber sowohl den Anlegern als auch den Aufsichtsbehörden, die auch für bereits regulierte AIFMs beachtenswert sind, da sie gegenüber dem Status quo deutlich umfangreicher sein werden.

Unabhängigkeit des Risk-Managements – funktionale und hierarchische Trennung

Ein wesentlicher Kernpunkt des in Art. 15 AIFM-RL geregelten Risikomanagements ist dessen Unabhängigkeit. Art. 15 Abs. 1 Satz 1 AIFM-RL statuiert das Erfordernis der funktionalen und hierarchischen Trennung der Risikomanagementfunktion von den operativen Einheiten des AIFMs, einschließlich des Portfoliomanagements. Nach Art. 15 Abs. 1 Satz 2 AIFM-RL wird diese Trennung durch die nationalen Aufsichtsbehörden unter Beachtung des Verhältnismäßigkeitsgrundsatzes überwacht; dem AIFM obliegt die Nachweispflicht hinsichtlich organisatorischer und administrativer Schutzvorkehrungen gegen Interessenkonflikte, so dass ein unabhängiges Risikomanagement ermöglicht wird und durchgehend wirksam ist.

Die ESMA-Empfehlung betrachtet die Vorgabe zur funktionalen und hierarchischen Trennung der Risikomanagementfunktion als erfüllt, wenn eine klare Aufgabentrennung erfolgt, d.h. im Risk-Management tätige Personen nicht innerhalb operativer Einheiten, einschließlich des Portfoliomanagements, tätig sind und auch die Überwachung des Risk-Managements nicht durch Personen erfolgt, die operativen Einheiten, inklusive des Portfoliomanagements, angehören. Weiterhin muss die Vergütung von im Risk-Management tätigen Personen unabhängig von der Performance der operativen Einheiten sein, was durch einen zu etablierenden Vergütungsausschuss zu überwachen ist.

Die funktionale und hierarchische Trennung der Risikomanagementfunktion sieht die ESMA in der Verantwortung der Geschäftsleitung des AIFMs. Diese hat das Risk-Management und dessen funktionale und hierarchische Trennung zu überwachen und Interessenskonflikte, die die Unabhängigkeit des Risk-Managements beeinträchtigen können, zu identifizieren. Maßnahmen zur Sicherung der Unabhängigkeit sollen in einer Risk-Management-Policy dokumentiert werden, die die vorgenannten organisatorischen und administrativen Anforderungen an die unabhängige Durchführung des Risk-Managements, dessen Überwachung und die von der Performance der operativen Abteilungen unabhängige Vergütung der Risk-Manager sicherzustellen hat. Verpflichtungen, die zu Interessenkonflikten führen könnten, sollen mittels der Risk-Management-Policy ausgeschlossen werden. Im Übrigen soll ein Risk-Committee direkt an die Geschäftsleitung des AIFMs berichten. Die vorgenannten Sicherungsmaßnahmen sind von der Geschäftsleitung des AIFMs regelmäßig zu überwachen, hiermit zusammenhängende Maßnahmen sind in der Risk-Management-Policy zu dokumentieren. Soweit das Risk-Management nicht funktional und hierarchisch getrennt ist, weil dies organisatorisch für den AIFM nicht darstellbar ist,

sind die Vorkehrungen aufzuführen, die die Unabhängigkeit der Risikomanagementfunktion sicherstellen.

Risk-Management-Policy

Weiteres wesentliches Element des Risikomanagements ist der Einsatz geeigneter Systeme zur Feststellung, Bewertung, Steuerung und Überwachung wesentlicher Risiken jedes einzelnen AIFs (Art. 15 Abs. 2 Satz 1 AIFM-RL). Die Risikomanagementsysteme hat der AIFM in angemessenen zeitlichen Abständen, mindestens aber jährlich, zu überprüfen und erforderlichenfalls anzupassen (Art. 15 Abs. 2 Satz 2 AIFM-RL).

Nach ESMA-Empfehlung ist auch in diesem Zusammenhang die Implementierung einer geeigneten und dokumentierten Risk-Management-Policy zwecks Identifizierung der Risiken für den AIF erforderlich. Inhaltlich soll diese hierzu die Festlegung von Methoden, Mitteln und Vorkehrungen enthalten einerseits zur Feststellung, Messung, Steuerung und Verfolgung wesentlicher Risiken jedes AIFs sowie andererseits für das Liquiditätsmanagement, wobei hier sicherzustellen ist, dass sowohl gewöhnliche als auch außergewöhnliche Liquiditätsbedingungen abgebildet werden können, mihin Stresstests zu erfolgen haben. Weiter soll die Risk-Management-Policy neben den Regelungen zu Verantwortlichkeiten innerhalb des AIFMs in Bezug auf das Risk-Management auch die Festlegung der Risikolimits enthalten und deren Übereinstimmung mit dem den Anlegern des AIFs kommunizierten Risikoprofil des AIFs sicherstellen. Im Übrigen sind die Modalitäten, der Inhalt und die Häufigkeit der Risikoberichterstattung festzulegen.

Monitoring der Risk-Management-Policy

Die Risk-Management-Policy soll dabei kein statisches Tool sein, vielmehr sind regelmäßig die Geeignetheit und Wirksamkeit der Risk-Management-Policy sowie





*Besserer Schutz vor Risiken –
das ist ein wesentliches Ziel der
AIFM-Richtlinie.*

© Thinkstock

die Einhaltung der Risikomanagementgrundsätze zu überprüfen und des Weiteren die Maßnahmen zur Sicherstellung der funktionalen und hierarchischen Trennung des Risk-Managements zu kontrollieren. Wesentliche Änderungen der Risk-Management-Policy sowie der Risikomessverfahren und -prozesse sind der BaFin unverzüglich zu melden.

Permanentes Risikocontrolling

In Art. 15 Abs. 3 konkretisiert die AIFM-RL die Mindestbestandteile des Risikomanagementsystems. Hierzu gehört die Durchführung einer der Anlagestrategie, den Anlagezielen und dem Risikoprofil des AIFs angemessenen, dokumentierten und regelmäßig aktualisierten Due Diligence bei jeder Anlage für Rechnung des AIFs. Außerdem hat eine ordnungsgemäße Bewertung, Einschätzung, Steuerung und Überwachung der Anlagerisiken des AIFs durch laufendes Monitoring inklusive Stresstests zu erfolgen. Im Übrigen ist zu gewährleisten, dass das Risikoprofil des AIFs den Festlegungen in den Vertragsbedingungen, der Satzung, dem Prospekt und den Emissionsunterlagen des AIFs hinsichtlich Größe, Portfoliostruktur, Anlagestrategie und -zielen des AIFs entspricht.

Die ESMA-Empfehlung gibt hierzu vor, dass ein dauerhaftes Risikocontrolling zu etablieren ist durch die Einführung, Umsetzung und Aufrechterhaltung der Risk-Management-Policy und des Risikomanagementsystems zwecks laufender Identifizierung, Messung, Steuerung, Überwachung und Kommunikation der bestehenden oder zu erwartenden Risiken für den AIF. Als Risikoquellen nennt die ESMA-Empfehlung Markt-, Kredit-, Liquiditäts-, Ausfall-/Verlust- sowie operative Risiken. Mit dem Erfordernis der Sicherstellung der Übereinstimmung des AIF-Risikoprofils mit Risikolimits einher geht eine entsprechende Veröffentlichungspflicht zum Risikoprofil gegenüber den Anlegern (Art. 23 Abs. 4 AIFM-RL).

Wichtiges Element des Controllings ist das regelmäßige Reporting an die Geschäftsleitung des AIFMs zum Abgleich der Risikolimits mit dem Risikoprofil des AIFs, zur Angemessenheit und Wirksamkeit des Risikomanagementprozesses, zum aktuellen Risikostatus sowie zu tatsächlichen und vorhersehbaren Limitüberschreitungen. Weiterhin ist der jederzeitige Zugang des Risk-Managers zu Dokumenten sicherzustellen, die zur Ausübung der Risikomanagementfunktion erforderlich sind.

Risikomessung und -management

Konkretisierend hinsichtlich der Risikomessung führt die ESMA-Empfehlung aus, dass der AIFM geeignete Vorkehrungen, Prozesse und Methoden festzulegen hat zur Erfassung, Messung, Steuerung und Kontrolle von bestehenden und eventuellen Risiken für den AIF sowie zur Einhaltung der Risikogrenzen. Diesem Zweck dienen sollen regelmäßige Analysen, inklusive Szenarioanalysen, Stresstests, die Sicherstellung der Übereinstimmung des Risikostatus mit dem Risikoprofil, die Festlegung von Abhilfemaßnahmen bei tatsächlichen oder zu erwartenden Limitverstößen sowie ein angemessener Liquiditätsmanagementprozess für jeden AIF. Vorgaben zu Risikomessmethoden enthält die ESMA-Empfehlung jedoch nicht.

Risikogrenzen

Im Hinblick auf die Risikogrenzen soll der AIFM sowohl qualitative als auch quantitative Risikolimits festlegen für jeden einzelnen AIF unter Berücksichtigung aller relevanten Risikoquellen. Bei Festlegung lediglich qualitativer Risiken muss der AIFM in der Lage sein, das Fehlen der quantitativen Grenzen gegenüber den Aufsichtsbehörden zu rechtfertigen. Bei Festlegung der Risikolimits hat der AIFM dabei stets die Anlage-



ziele und das Portfolio des AIFs sowie etwaige nationale Regelungen zu beachten.

Hebelfinanzierungen

Das Thema Hebelfinanzierungen als potentieller Risikofaktor ist in Art. 15 Abs. 4 AIFM-RL aufgenommen. Hiernach sind das Höchstmaß an Hebelfinanzierungen für jeden AIF sowie der Umfang von Sicherheiten und Garantien festzulegen unter Berücksichtigung der Art und der Anlagestrategie des AIFs, der Herkunft der Hebelfinanzierung, etwaigen Verbindungen des AIFMs zu anderen Finanzdienstleistungsunternehmen, die potentiell ein Systemrisiko darstellen, der Notwendigkeit der Risikobegrenzung gegenüber jeder Gegenpartei, des Ausmaßes der Absicherung der Hebelfinanzierung, des Verhältnisses der Aktiva und Passiva sowie des Umfangs, Wesens und des Ausmaßes der Geschäftstätigkeiten des AIFMs auf den betreffenden Märkten.

Anforderungen an den Liquiditätsmanagementprozess

Eng verknüpft mit den Bestimmungen zum Risikomanagement sind die Vorgaben der AIFM-RL hinsichtlich des Managements und des Controllings der Liquidität des AIFs. Gemäß Art. 16 Abs. 1 AIFM-RL muss der AIFM über ein angemessenes Liquiditätsmanagement für jeden AIF (ausgenommen geschlossene, nicht hebelfinanzierte AIFs) verfügen und Verfahren festlegen zur Überwachung der Liquiditätsrisiken des AIFs sowie zur Sicherstellung, dass sich das Liquiditätsprofil der Anlagen des AIFs mit seinen zugrundeliegenden Verbindlichkeiten deckt. Der AIFM hat regelmäßige Stresstests zur Bewertung und Überwachung der Liquiditätsrisiken durchzuführen unter Zugrundelegung sowohl gewöhnlicher als auch außergewöhnlicher Liquiditätsbedingungen.

Liquiditätsmanagement-Policy

Die ESMA-Empfehlung lautet dahingehend, dass der AIFM für jeden AIF (mit Ausnah-

me geschlossener, nicht hebelfinanzierter AIFs) eine eigene Liquiditätsmanagement-Policy und Prozesse zu implementieren hat, um die Liquiditätsrisiken jedes AIFs überwachen, Risiken frühzeitig erkennen und seinen Verpflichtungen gegenüber Anlegern, Kontrahenten, Gläubigern und anderen Parteien nachkommen zu können. Der AIFM muss gegenüber den zuständigen Aufsichtsbehörden zum Nachweis in der Lage sein, dass ein geeignetes und effektives Liquiditätsmanagement sowie entsprechende Verfahren implementiert sind, dies unter Berücksichtigung der Anlagestrategie, des Liquiditätsprofils und der Rücknahmegrundsätze jedes AIFs. Die Funktionsfähigkeit der Liquiditätsmanagement-Policy und -verfahren, die Angemessenheit des Liquiditätsprofils und den Effekt atypischer Rücknahmebegehren hat der AIFM durch Festlegung geeigneter Verfahren zu berücksichtigen.

Im Hinblick auf die zu gewährleistende Übereinstimmung von Anlagestrategie, Liquiditätsprofil und Rücknahmepolitik hat der AIFM stets ein den Verbindlichkeiten des AIFs angemessenes Liquiditätslevel zu erhalten, das basiert auf einer Einschätzung der Liquidität der Assets des AIFs im Markt. Das Liquiditätsprofil des AIF-Portfolios ist unter Berücksichtigung des Risikopotentials einzelner Assets sowie der Verbindlichkeiten und Verpflichtungen des AIFs zu überwachen. Hierbei sind das Anlegerprofil, die Anlegertypen, die Größe der Investments und die Rücknahmepolitik des AIFs zu berücksichtigen.

Soweit der AIF in andere kollektive Anlageformen investiert, soll der AIFM das Verfahren zum Liquiditätsmanagement des Managers dieses Anlagevehikels überwachen sowie periodisch etwaige Änderungen zu Rücknahmeregelungen prüfen. Die Überwachungs- und Prüfungspflicht gilt nicht, wenn das Anlagevehikel an einem regulierten Markt im Sinne des Art. 4 Abs. 1 Nr. 14 der EU-Richtlinie 2004/39/EC oder an einem äquivalenten Drittmarkt gehandelt wird.

Weiterhin gibt die ESMA-Empfehlung die Implementierung von Messverfahren zur Bewertung von bestehenden und durch neue Investments entstehende quantitative und qualitative Risiken für das Liquiditäts- und Portfolioprofil des AIFs vor. Die Verfahren sollen den AIFM in die Lage versetzen, die Liquidität der bestehenden und zu erwerbenden Assets des AIFs, auch im Hinblick auf deren Marktwert, angemessen einschätzen zu können, dies sowohl unter gewöhnlichen als auch unter außergewöhnlichen Liquiditätsbedingungen.

Im Hinblick auf den Anlegerschutz statuiert die ESMA-Empfehlung aus Transparenzgründen die Implementierung von Verfahren und Prozessen zur Sicherstellung der hinreichend detaillierten Offenlegung der Rücknahmegrundsätze gegenüber den Anlegern vor neuen Investments des AIFs bzw. im Fall wesentlicher Änderungen.

Weiterhin hat der AIFM Mittel und Methoden festzulegen, um die Liquiditätsrisiken jedes AIFs zu managen – es sind Festlegungen zu treffen, welche Mittel und Methoden jeweils bei gewöhnlichen und bei außergewöhnlichen Bedingungen anzuwenden sind, wobei stets auf die Gleichbehandlung der Anleger Rücksicht zu nehmen ist. Der AIFM darf die Mittel und Methoden nur in den festgelegten Anwendungsfällen verwenden und nur dann, wenn sie den Anlegern gegenüber in geeigneter Weise offengelegt sind. Die vorgenannten Anforderungen sollen nicht gelten für AIFMs, die geschlossene AIFs verwalten – dies zwecks Berücksichtigung der unterschiedlichen Rücknahmebedingungen von offenen und geschlossenen AIFs.

Der AIFM hat außerdem die zwischen rückgabewilligen und am Investment festhaltenen Anlegern entstehenden Interessenkonflikte, sowie Konflikte zwischen der Investitionsabsicht in illiquide Assets und der Rücknahmepolitik des AIFs zu managen. Auch diese Anforderungen gelten nicht für Verwalter geschlossener AIFs, um den un-



„ Die Vorgaben für das Risiko- und Liquiditätsmanagement werden sowohl technisch als auch personell Kapazitäten und Ressourcen des AIFMs binden.“

terschiedlichen Rücknahmebedingungen von offenen und geschlossenen AIFs gerecht zu werden. Die Liquiditätsmanagement-Policy und -verfahren sind zu dokumentieren, mindestens jährlich zu prüfen und erforderlichenfalls anzupassen.

Liquiditätslimits und Stresstests

Im Hinblick auf Liquiditätslimits und Stresstests sieht die ESMA-Empfehlung vor, dass der AIFM angemessene Liquiditätsgrenzen sowohl in quantitativer als auch in qualitativer Hinsicht festlegen soll unter Berücksichtigung des AIF-Profiles und in Übereinstimmung mit den Rücknahme-grundsätzen des AIFs. Die Einhaltung der Limits ist zu überwachen, und für den Fall der Limitüberschreitung bzw. der drohenden Limitüberschreitung ist eine Behebungsstrategie festzulegen. Für Verwalter geschlossener AIFs gelten die vorgenannten Anforderungen aus den bereits erwähnten Gründen nicht.

Die Liquiditätsrisiken sind durch regelmäßige Stresstests – unter gewöhnlichen und unter außergewöhnlichen Liquiditätsbedingungen – zu bewerten. Die Stresstests sollen dabei auf Basis zuverlässiger und aktueller Informationen in quantitativer oder – soweit dies nicht sachgerecht ist – in qualitativer Hinsicht erfolgen. Soweit angezeigt, sollen die Stresstests einen Liquiditätseingpass des AIFs sowie atypische Rücknahmeverlangen simulieren. Im Übrigen sollen Stresstests Marktrisiken und deren Auswirkungen abdecken sowie außerdem Bewertungsanfälligkeiten unter außergewöhnlichen Bedingungen berücksichtigen.

Die Stresstests sollen hierbei in dem Typus des AIFs angemessenen Zeitintervallen er-

folgen, mindestens aber jährlich. Im Hinblick auf die Ergebnisse der Stresstests soll der AIFM stets im besten Interesse der Anleger handeln.

Kohärenz von Anlagestrategie, Liquiditätsprofil und Rücknahme-grundsätzen

Gemäß Art. 16 Abs. 2 AIFM-RL hat der AIFM die Übereinstimmung von Anlagestrategie, Liquiditätsprofil und Rücknahme-grundsätzen zu gewährleisten, dies laut ESMA-Empfehlung stets unter Beachtung der gerechten Behandlung der Anleger. Bei Beurteilung der Kohärenz hat der AIFM die Auswirkungen, die Rücknahmen auf die Werte der Einzelassets des AIFs haben könnten, zu berücksichtigen.

Fazit

Der Gesetzgeber bedient sich in der AIFM-RL im Hinblick auf die Regelungen zum Risiko- und Liquiditätsmanagement einer Vielzahl unbestimmter Begrifflichkeiten, deren Konkretisierung auch durch die ESMA-Empfehlung nur bedingt erfolgt. Die AIFM-RL sieht jedoch vor, dass die EU-Kommission delegierte Rechtsakte erlässt, mit denen die Art und Weise festgelegt wird, in der die funktionale und hierarchische Trennung zwischen der Risikomanagementfunktion und den operativen Einheiten zu erfolgen hat sowie die besonderen Schutzvorkehrungen gegen Interessenkonflikte. Auch die vom AIFM zu betreibenden Risiko- und Liquiditätsmanagementsysteme und -verfahren, die Anforderungen an das Risikomanagementsystem und die angemessenen Zeitintervalle zur Überprüfung des Systems sollen durch die EU-Kommission festgelegt werden. Delegierte Rechtsakte

sind auch zu erlassen zwecks Festlegung des Gleichklangs von Anlagestrategie, Liquiditätsprofil und Rücknahmegrundsätzen. Es bleibt abzuwarten, ob hierdurch sowie im Rahmen der nationalen Umsetzung weitere Konkretisierungen erfolgen.

Festzuhalten bleibt aber im Ergebnis, dass die AIFM-RL und die Level-2-Maßnahmen aus Anlegerschutzgründen Vorgaben für das Risiko- und Liquiditätsmanagement enthalten, deren Implementierung, Dokumentation, Aufrechterhaltung und laufende Überwachung sowohl technisch als auch personell Kapazitäten und Ressourcen des AIFMs binden werden, die sich auch kostenmäßig wegen des erhöhten organisatorischen und administrativen Aufwands bemerkbar machen dürften. Auch regulierten AIFMs, die mit diesen Themen vertraut sind, ist dringend anzuraten, ihre Systeme auf den Prüfstand zu stellen und darauf vorbereitet zu sein, Justierungen vornehmen zu müssen, wenn die nationale Umsetzung erfolgt ist.



Nicole Bittlingmayer
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

nbittlingmayer@kslaw.com

Risiken steuern und Interessen schützen

Verwahrstelle und Bewertung

Sicher untergebracht: Eine unabhängige Verwahrstelle soll zum Schutz der Anlegerinteressen beitragen.



Aufgrund der im Jahr 2007 begonnenen Finanzkrise verständigten sich die G20 auf eine lückenlose Regulierung der Finanzmärkte im Jahr 2008; daraus hat sich in der Folge die AIFM-RL entwickelt. Deren Ziele sind die Erhöhung der wirtschaftlichen Stabilität und Sicherheit für Investoren und die Schaffung von mehr Transparenz und Überwachung der von AIFMs und AIFs ausgehenden Risiken für das Finanzsystem auf nationaler und europäischer Ebene. Um diese Risiken wirkungsvoll steuern und die Anlegerinteressen besser schützen zu können, sieht die AIFM-RL unter anderem eine Trennung der Verwahrung der Vermögenswerte des AIFs vom Portfolio- und Risikomanagement des AIFs durch eine unabhängige Verwahrstelle und eine regelmäßige Bewertung der Vermögenswerte des AIFs durch eine unabhängige Bewertungsstelle vor. Erfasst werden von der AIFM-RL unter anderem offene und geschlossene Immobilienfonds, die einem neuen Regelungs- und Aufsichtsregime unterworfen werden sollen und auf die sich die folgenden Ausführungen schwerpunktmäßig beziehen.

Verwahrstelle

Die AIFM-RL sieht eine unabhängig und im Interesse der Anleger der AIF handelnde Verwahrstelle und damit die Trennung der

Verwahrung der Vermögenswerte eines AIFs vom Portfolio- und Risikomanagement des AIFs insbesondere zur Vermeidung von Interessenkonflikten vor. Art. 21 AIFM-RL regelt umfassend Aufgaben und Pflichten der (unabhängigen) Verwahrstelle.

Danach hat der AIFM für jeden von ihm verwalteten AIF eine Verwahrstelle zu bestellen und mit dieser einen entsprechenden schriftlichen Vertrag zu vereinbaren, der unter anderem Bestimmungen zu Informationsaustausch und Haftung enthalten soll. Wegen der Vielzahl der verschiedenen AIF-Typen will die ESMA keinen Mustervertrag entwerfen. Entsprechende Muster werden sicher zu gegebener Zeit diverse Verbände wie BVI und VGF zur Verfügung stellen. Die Bestellung einer Verwahrstelle mit allen damit verbundenen Pflichten stellt eine wesentliche Neuerung für geschlossene Immobilien-AIFs dar.

Die Verwahrstelle muss ihren Sitz bei EU-AIFs grundsätzlich im Herkunftsmitgliedstaat des AIFs haben, d.h. bei einem deutschen AIF in Deutschland. Bei Nicht-EU-AIFs kann sich der Sitz der Verwahrstelle entweder im Drittland, welches Sitz des AIFs ist, oder im Herkunftsmitgliedstaat oder Referenzmitgliedstaat des den AIF verwaltenden AIFMs befinden.

Als Verwahrstelle dürfen nur Kreditinstitute und bestimmte im Sinne der MiFID regulierte Wertpapierfirmen mit Sitz in der EU fungieren, die diverse Eigenkapitalanforderungen erfüllen, und andere Einrichtungen, die einer Beaufsichtigung und ständigen Überwachung unterliegen und ausreichende finanzielle und berufliche Garantien bieten, um die ihr als Verwahrstelle obliegenden Tätigkeiten ordnungsgemäß ausüben zu können und die als solche nach der OGAW-IV-RL bestimmt wurden; Letztere sind nach den bisherigen Regelungen im deutschen Recht ebenfalls Kreditinstitute. Vorgenannte Anforderungen werden gleichfalls an Verwahrstellen für Nicht-EU-AIFs gestellt, soweit diese einer wirksamen, dem europäischen Standard vergleichbaren Aufsicht und Regulierung mit entsprechenden Mindesteigenkapitalanforderungen unterliegen und diverse weitere Voraussetzungen (wie Vereinbarungen zum Informationsaustausch zwischen den zuständigen EU-Aufsichtsbehörden und der Verwahrstelle) erfüllen.

Eine Ausnahme von diesen strikten Anforderungen an die Verwahrstelle können die Mitgliedsstaaten für solche AIFs zulassen, bei denen Rücknahmen innerhalb von fünf Jahren nach Tätigung der ersten Anlage nicht möglich sind und die in der Regel in



nicht zu verwahrende Vermögenswerte wie z.B. Immobilien investieren, zutreffend also typischerweise für geschlossene Immobilienfonds. Verwahrstelle kann hier eine Stelle sein, die Aufgaben einer Verwahrstelle im Rahmen ihrer beruflichen oder geschäftlichen Tätigkeit wahrnimmt, für die diese Stelle einer gesetzlich anerkannten obligatorischen berufsmäßigen Registrierung oder Rechts- und Verwaltungsvorschriften oder berufsständischen Regeln unterliegt, die ausreichend finanzielle und berufliche Garantien bieten können, um es ihr zu ermöglichen, die relevanten Aufgaben einer Verwahrstelle wirksam auszuführen und die mit diesen Funktionen einhergehenden Verpflichtungen zu erfüllen.

Insbesondere für geschlossene Immobilienfonds können also die Mitgliedsstaaten zulassen, dass beispielsweise ein Notar oder Rechtsanwalt die Funktion einer Verwahrstelle ausübt. Dies wäre für derartige AIFs sicher eine kostengünstigere und weniger aufwendige Lösung als die Beauftragung eines Kredit- oder Wertpapierinstituts, würde aber in der Praxis zumindest deutsche Notare und Rechtsanwälte – wenn überhaupt vom deutschen Gesetzgeber in der Umsetzung als zulässige Verwahrstelle vorgesehen – vor diverse Herausforderungen stellen, da eine Verwahrstellentätigkeit bisher nicht von Notaren und Anwälten in dem von der AIFM-RL vorgesehenen Umfang und mit den damit verbundenen Pflichten (einschließlich der damit einhergehenden Haftung) ausgeübt wird. Derartige Tätigkeiten sind wohl auch nicht von den bestehenden Haftpflichtversicherungen abgedeckt und könnten zudem bei den vorgenannten Berufsgruppen zu ungünstigen steuerlichen Folgen führen. Gegebenenfalls könnte damit aber auch ein völlig neues Geschäftsfeld für Anwälte und Notare entstehen, die solche Leistungen nicht nur als Nebentätigkeit erbringen. Inwieweit der deutsche Gesetzgeber die Übernahme der Verwahrstellenfunktion von solchen Berufsgruppen in der Umsetzung berücksichtigen wird, bleibt abzuwarten.

„ Die an die Überwachung der Cashflows gestellten Anforderungen können wohl nur durch weitgehend automatisierte Prozesse sichergestellt werden. “

Des Weiteren darf zur Vermeidung von Interessenkonflikten zwischen Verwahrstelle, AIFM und/oder AIF und/oder dessen Anlegern die Aufgabe einer Verwahrstelle nicht von einem AIFM wahrgenommen werden.

Die Verwahrstelle hat stets unabhängig und im Interesse des AIFs und seiner Anleger zu handeln und im Rahmen ihrer Funktion als Verwahr- und Aufsichtsbehörde insbesondere die folgenden Aufgaben auszuüben:

- Überwachung sämtlicher Zahlungsströme des AIFs
- Sicherstellen der ordnungsgemäßen Buchung der Anlegergelder und der Liquidität des AIFs auf dafür bestimmten Konten
- Verwahrung der verwahrfähigen Vermögenswerte (insbesondere Finanzinstrumente) des AIFs
- Überprüfung der Eigentumsverhältnisse nicht verwahrfähiger Vermögenswerte (wie z.B. bei Immobilien und Beteiligungen an Personengesellschaften und eingeschränkt auch Liquiditätsbeständen) und deren Aufzeichnung und dauernde Bestandserfassung
- Sicherstellen der ordnungsgemäßen (d.h. mit den lokalen gesetzlichen und vertraglichen Bestimmungen in Einklang stehenden) Abwicklung von Verkauf, Ausgabe und Rücknahme von Anteilen am AIF
- Sicherstellen der ordnungsgemäßen (d.h. mit den lokalen gesetzlichen und vertraglichen Bestimmungen in Einklang stehenden) Berechnung des Wertes der Anteile des AIFs
- Sicherstellen des Erhalts des Gegenwerts innerhalb üblicher Fristen durch

den AIF bei Transaktionen über Vermögenswerte des AIFs

- Sicherstellen der ordnungsgemäßen (d.h. mit den lokalen gesetzlichen und vertraglichen Bestimmungen in Einklang stehenden) Verwendung der Erträge des AIFs

In den Ausführungen der ESMA werden die obigen Aufgaben konkretisiert und die an deren Umsetzung gestellten Anforderungen mehr oder weniger detailliert beschrieben. Beispielsweise stellt die ESMA bei den obigen Pflichten betreffend die nicht verwahrfähigen Vermögenswerte (wie Immobilien) auf eine transparente Sichtweise ab, was bedeutet, dass sich die entsprechenden Pflichten der Verwahrstelle nicht nur auf den direkt vom (oder für Rechnung des) AIF gehaltenen Vermögenswert beziehen, sondern auch auf den über eine rechtliche Struktur eigentlich gehaltenen Vermögenswert; werden also Immobilien über gesellschaftsrechtliche Strukturen vom AIF gehalten, so erstrecken sich die diesbezüglichen Pflichten der Verwahrstelle auf Immobilie(n) und Gesellschaft(en). Dies bedeutet im Umkehrschluss, dass der AIFM die erforderlichen Nachweise zu erbringen hat. Des Weiteren muss die Verwahrstelle laut ESMA sicherstellen, dass über nicht verwahrfähige Vermögenswerte (wie Immobilien) nicht ohne Kenntnis der Verwahrstelle verfügt werden darf. Entsprechende Regelungen sieht das InvG für offene Immobilienfonds bereits durch ein Zustimmungserfordernis der Depotbank für derartige Verfügungen (z.B. Veräußerungen von Immobilien) vor. Die ordnungsgemäße Berechnung des Anteilswerts soll die Verwahrstelle dadurch sicherstellen, dass geeignete Verfahren zur Anteilswertberechnung vorhanden sind und diese wirksam umgesetzt wer-



den. Die nach den Ausführungen der ESMA an die Überwachung der Cashflows gestellten Anforderungen an die Verwahrstelle können zu deren ordnungsgemäßer Erfüllung wohl nur durch weitgehend automatisierte Prozesse sichergestellt werden.

Die Funktionen und Aufgaben der Verwahrstelle dürfen von dieser mit Ausnahme der Verwahrtätigkeiten nicht ausgelagert werden. An die Auslagerung in Form der Unterverwahrung werden diverse Anforderungen gestellt wie beispielsweise sorgfältige Auswahl und Überwachung des Dritten, das Vorhandensein angemessener und geeigneter Organisationsstrukturen und Fachkenntnisse beim Dritten, Trennung der Vermögenswerte des AIFs von denen des Dritten und bei der tatsächlichen Verwahrung von Finanzinstrumenten Geltung einer wirksamen Aufsicht. Die Ausführungen der ESMA zur Durchführung einer sorgfältigen Auswahl und Überwachung des Dritten sind zwar detaillierter als die Regelungen der AIFM-RL selbst, lassen aber für die Verwahrstelle keine konkreten Handlungsprozesse erkennen.

Die Regelungen zur Haftung der Verwahrstelle wurden im Vergleich zu den ursprünglichen Positionen von Rat und Kommission in der AIFM-RL im Hinblick auf die Vermeidung weiterer Skandale wie den Fall Madoff verschärft.

Grundsätzlich statuiert die AIFM-RL eine verschuldensabhängige Haftung der Verwahrstelle gegenüber AIFs und deren Anlegern für sämtliche Verluste, die diese infolge einer fahrlässigen oder vorsätzlich verursachten Nichterfüllung der Pflichten der Verwahrstelle erleiden. Darüber hinaus haftet die Verwahrstelle den AIFs und deren Anlegern verschuldensunabhängig, was es so im deutschen Markt bisher nicht gab, für den Verlust von – auch von Unterverwahrstellen – verwahrten Finanzinstrumenten. Sie kann sich von dieser Haftung exkulpieren, wenn der Verlust auf Umstände außerhalb ihres Einflussbereichs zurückzuführen ist und

selbst bei Ergreifen aller vertretbaren Maßnahmen nicht vermeidbar gewesen wäre, was von der Verwahrstelle zu beweisen ist.

Bei Unterverwahrung kann sich die Verwahrstelle von dieser Haftung befreien, wenn die Auslagerung ordnungsgemäß war, der Auslagerungsvertrag die Verlusthaftung auf den Unterverwahrer überträgt und AIF bzw. AIFM (gegebenenfalls durch die Verwahrstelle) die direkte Geltendmachung von Haftungsansprüchen gegen den Unterverwahrer ermöglichen und im schriftlichen Vertrag zwischen Verwahrstelle und AIF bzw. AIFM ausdrücklich die Befreiung der Verwahrstelle von der Haftung unter Nennung eines objektiven Grunds hierfür gestattet. Ein solcher objektiver Grund liegt laut ESMA vor, wenn die Verwahrstelle nachweisen kann, dass

- eine Unterverwahrung wegen gesetzlicher Beschränkungen erforderlich ist oder
- der AIFM die Haftungsfreistellung als im besten Interesse des AIFs und seiner Anleger erachtet und dies der Verwahrstelle schriftlich mitteilt.

Ansonsten lässt jedwede Delegation von Aufgaben der Verwahrstelle an Dritte die Haftung der Verwahrstelle unberührt.

Fazit: Die Regelungen der AIFM-RL zur Verwahrstelle sind denen des InvG zur Depotbank in Teilen sehr ähnlich mit Ausnahme derer zur Haftung, die das InvG nicht regelt. Daher dürften die bisher entsprechend den Vorschriften des InvG als Depotbanken agierenden Kreditinstitute – die bereits von der BaFin genehmigten Depotbanken hat die BaFin auf ihrer Internetseite in einer Liste veröffentlicht – die Funktion als Verwahrstelle nach den Bestimmungen der AIFM-RL am besten aus- und erfüllen können. Im Hinblick auf die durch die ESMA vorgenommene Konkretisierung und Ausgestaltung der Bestimmungen der AIFM-RL, die teilweise weit über die Regelungen des InvG hinausgehen bzw. von diesen ab-

weichen, und darüber hinaus die strikteren Haftungsregelungen der AIFM-RL sind aber auch bei diesen Instituten die organisatorischen Anforderungen, insbesondere technischer Art, einer umfassenden Überprüfung zu unterziehen und entsprechend anzupassen und zu erweitern, was zu erheblichen Kosten und gegebenenfalls internen Umstrukturierungsmaßnahmen führen wird. Dies wird gleichermaßen die Verwahrstellen in anderen europäischen Ländern, von denen eine Vielzahl Haftungsbeschränkungen vorsahen, betreffen. Hier gilt es, zur weitreichenden Harmonisierung Best-Practice-Standards zu erarbeiten.

Nicht zuletzt, um im europäischen Wettbewerb bestehen zu können, sollten diverse Prozesse bei den Verwahrstellen auf Basis von Standardisierungen automatisiert werden, was zur deutlichen Effizienz- und Transparenzsteigerung bei gleichzeitiger Reduzierung der Kosten und Risiken führen würde.

Schließlich bleibt die Frage, wie die Unabhängigkeit der Verwahrstelle insbesondere zur Vermeidung von Interessenkonflikten zwischen dieser, AIFM und/oder AIF und/oder dessen Anlegern gesichert sein soll, wenn dem gleichen Konzern wie AIF/AIFM angehörige Unternehmen die Funktion der Verwahrstelle ausüben dürfen, mithin dieser Konstellation Interessenkonflikte immanent sind.

Bewertung der Vermögensgegenstände der AIFs

Die AIFM-RL sieht eine objektive und verlässliche Bewertung der Vermögenswerte eines AIFs zum Schutz der Anlegerinteressen vor. Danach hat die Bewertung unparteiisch, mit der gebotenen Sachkenntnis, Sorgfalt und Gewissenhaftigkeit zu erfolgen.

Ein AIFM hat für jeden von ihm verwalteten AIF die Festlegung geeigneter und kohärenter Verfahren zur ordnungsgemäßen und unabhängigen Bewertung der Vermögenswerte





Mit welcher Methode und wie häufig wird der Wert von Immobilien gemessen? Diesen Fragen müssen sich AIFMs stellen.

© Thinkstock

eines AIFs nach der AIFM-RL, anwendbaren nationalen Rechtsvorschriften und Vertragsbedingungen/Satzung des AIFs sicherzustellen. Dabei sind die Bewertungsgrundsätze und -methoden für jede Art von Vermögenswerten, in die ein AIF investieren darf, vom AIFM in schriftlicher Form transparent darzustellen und zu dokumentieren.

Die ESMA hat mit dem Hinweis auf die verschiedenen vorhandenen Bewertungsmethoden in diversen Jurisdiktionen und die Vielzahl an Vermögenswerten, in die AIFs investieren, lediglich allgemeine Grundsätze zur Entwicklung und Umsetzung von Bewertungsmethoden und -verfahren für eine angemessene und unabhängige Bewertung der Vermögenswerte durch den AIFM aufgestellt. Im Hinblick auf Bewertungsmethoden und -verfahren findet also keine Harmonisierung statt, was insbesondere bei Immobilien-AIFs aufgrund des teilweise sehr unterschiedlichen Bewertungsverständnisses in verschiedenen europäischen Jurisdiktionen zu uneinheitlichen Bewertungen führen wird, die sich indirekt auf den Anteilswert des AIFs auswirken. Hier sind die nationalen Gesetzgeber gefordert, die Bewerter im Belegenheitsstaat der jeweiligen Immobilien (und nicht nur Bewerter im Ansässigkeitsstaat des AIFMs/AIFs) und dort übliche Bewertungsmethoden und -verfahren zulassen sollten. Dies würde die Dokumentations- und Kontrollpflichten des AIFMs erschweren, ihm aber gleichzeitig Wettbewerbsbedingungen eröffnen, die europaweit marktgängig sind.

Gemäß ESMA muss der AIFM sicherstellen, dass die Bewertungsstrategien, -verfahren und -methoden konsistent und dauerhaft (außer Umstände erfordern Änderungen)

angewendet werden, d.h. bei allen Vermögenswerten eines AIFs in Abhängigkeit von der Investmentstrategie, der Art der Vermögenswerte und unter Berücksichtigung der gegebenenfalls vorhandenen verschiedenen Bewerter. Dies wirft die Frage auf, ob tatsächlich, wie oben vorgeschlagen, verschiedene Bewertungsmethoden bei in verschiedenen Ländern gelegenen Immobilien angewendet werden dürften. Soweit gleiche Bewertungsmethoden bei in jeweils gleichen Ländern gelegenen Immobilien Anwendung finden und dies entsprechend dokumentiert ist, sollte dies zulässig sein. Probleme können sich des Weiteren ergeben, wenn bei einem AIFM für die gleiche Assetklasse bei allen von ihm verwalteten AIFs, beispielsweise bei allen Immobilien, die gleichen Bewertungsmethoden gelten sollen, denn ein AIFM kann diverse verschiedenartige AIFs verwalten; da verschiedene AIF jeweils andere Investmentstrategien verfolgen können, müssen auch voneinander abweichende Bewertungsmethoden zur Anwendung gelangen dürfen. Die ESMA weist zwar darauf hin, dass die Festlegung nur einer Bewertungsmethode zur Bewertung einer bestimmten Assetklasse nicht unter allen Umständen erforderlich sei, führt dies aber nicht weiter aus.

Des Weiteren sollen laut ESMA die Bewertungsstrategien, -verfahren und -methoden regelmäßig, d.h. mindestens jährlich, und vor Anwendung neuer Investmentstrategien einschließlich des Investments in neue Assetklassen, die nicht von den bisherigen Bewertungsgrundsätzen erfasst sind, für einen AIF überprüft werden. Eine mindestens jährliche Prüfung der Bewertungsstrategien, -verfahren und -methoden ist bei Immobilien-AIFs sicher nicht angezeigt, da Immobilien selbst grundsätzlich nur jährlich zu

bewerten sind und sich die Bewertungsmethoden in der Regel über Jahre hinweg kaum ändern; dies würde lediglich zu erhöhtem Verwaltungs- und Kostenaufwand führen, dem kein entsprechender Vorteil wie beispielsweise eine Risikominderung gegenüberstünde.

Die Bewertungsgrundsätze sollen außerdem beschreiben, unter welchen Umständen eine Änderung der Bewertungsstrategien und -verfahren angezeigt ist und wie derartige Änderungen, die zuvor dem Seniormanagement vorgestellt und von diesem geprüft und genehmigt werden sollen, umgesetzt werden können.

Schließlich soll laut ESMA der AIFM sicherstellen, dass die Werte aller Vermögenswerte der von ihm verwalteten AIFs angemessen und sachgerecht sind, d.h. insbesondere in Anwendung der festgelegten Bewertungsstrategien und -verfahren ermittelt wurden. Der AIFM hat je Assetklasse zu dokumentieren, wie dies für die Einzelwerte festgestellt wird. Die Bewertungsgrundsätze sollen Kontrollprozesse für bestimmte Vermögenswerte vorsehen, bei denen ein erhebliches Risiko des Ansatzes eines nicht angemessenen Werts besteht wie beispielsweise bei komplexen und illiquiden Finanzinstrumenten; es ist anzunehmen, dass dies bei Immobilien nicht einschlägig ist.

Die Bewertung ist mindestens einmal jährlich vorzunehmen und

- bei offenen AIFs in einer Häufigkeit, die den Vermögenswerten und dem Ausgabe- und Rücknahmeturnus des AIFs angemessen ist,



- bei geschlossenen AIFs bei Kapitalveränderungen.

Zu offenen AIFs hat die ESMA klargestellt, dass die Bewertung von Finanzinstrumenten grundsätzlich stets dann stattzufinden habe, wenn der Anteilswert berechnet wird (also – mindestens – bei jeder Ausgabe und Rücknahme von Anteilen am AIF); die Bewertung aller anderen Vermögenswerte wie beispielsweise Immobilien hat mindestens einmal jährlich zu erfolgen (außer der zuletzt ermittelte Wert ist nachweislich nicht mehr angemessen oder sachgerecht), auch wenn die Ausgabe und Rücknahme von Anteilen am AIF häufiger stattfindet.

Die Bewertung, die für verschiedene Arten von Vermögenswerten von verschiedenen Bewertern vorgenommen werden darf, ist vom AIFM selbst oder durch eine externe Bewertungsstelle, die unabhängig von AIF, AIFM oder mit diesen eng verbundenen Personen sein muss, vorzunehmen. Ein externer Bewerter muss einer gesetzlich anerkannten berufsmäßigen Registrierung oder berufsständischen Regeln unterliegen, ausreichende berufliche Garantien zur wirksamen Ausübung der Bewertungsfunktion schriftlich vorweisen (diese sollten unter anderem Nachweise des Bewerthers zu ausreichender personeller und technischer Ausstattung, geeigneten Verfahren und angemessener Fachkenntnis und Verständnis betreffend die Investmentstrategien des AIFs und die zu bewertenden Vermögenswerte enthalten) und diverse weitere an eine Funktionsauslagerung durch den AIFM gestellte Anforderungen erfüllen; eine weitere Übertragung der Bewertungsfunktion durch den externen Bewerter darf nicht erfolgen. Die für die Bewertung von Immobilien deutscher offener Fonds nach dem InvG vorgesehenen Sachverständigen dürften diese Kriterien grundsätzlich erfüllen. Sollte die Beauftragung von Unternehmen (neben Einzelpersonen) möglich sein, werden sicher auch diverse international agierende Dienstleistungs- und Beratungsunternehmen im Immobilienbe-

reich vorgenannten Kriterien im Hinblick auf die Bewertung von Immobilien gerecht werden können, soweit sie in der Lage sind, Interessenkonflikte wirksam zu vermeiden und unparteiisch und unabhängig zu handeln.

Die für einen AIF bestellte Verwahrstelle darf dann die Funktion als externe Bewertungsstelle übernehmen, wenn eine funktionale und hierarchische Trennung in der Ausführung der Verwahr- und Bewerterfunktion vorliegt und potentielle Interessenkonflikte ordnungsgemäß ermittelt, gesteuert, beobachtet und den Anlegern des AIFs offengelegt werden. Es ist allerdings nicht zu erwarten, dass Verwahrstellen Immobilienbewertungen durchführen werden.

Bewertung durch den AIFM

Wenn die Bewertung durch den AIFM selbst durchgeführt wird, muss zum einen die Bewertung durch eine von der Portfolioverwaltung und Vergütungspolitik funktional unabhängige Einheit erfolgen, und zum anderen müssen die Vergütungspolitik und weitere Maßnahmen die Minderung von Interessenkonflikten und die Vermeidung eines unzulässigen Einflusses auf die Mitarbeiter sicherstellen. Die zuständige Aufsichtsbehörde kann aber die Überprüfung der Bewertung und Bewertungsverfahren durch einen unabhängigen Bewerter verlangen. Ob ein AIFM eine Immobilienbewertung selbst vornehmen würde, ist fraglich, da dieser dann die entsprechende Expertise und das Personal zur Bewertung von in den Investitionsländern der Immobilien-AIFs gelegenen Immobilien selbst vorhalten müsste, was kostenintensiv ist, und darüber hinaus stünde ihm für die Bewertungen kein Haftungspartner mehr zur Verfügung.

Zwar bleibt ein AIFM auch bei Beauftragung eines externen Bewerthers für die ordnungsgemäße Bewertung der Vermögenswerte des AIFs verantwortlich. Allerdings haftet der externe Bewerter dem AIFM für

durch schuldhafte Nichterfüllung seiner Aufgaben entstehende Verluste des AIFMs.

Fazit: Die Regelungen des InvG für deutsche offene Immobilienfonds zur Bewertung bezogen auf Immobilien kommen den Vorgaben der AIFM-RL sehr nahe. Ein wie vom InvG vorgesehener Sachverständigenausschuss mit mehreren Mitgliedern ist nach der AIFM-RL nicht erforderlich, d.h. ein „Mehr-Augen-Prinzip“ zur Qualitätskontrolle für verstärkte Sicherheit, Qualität und Unabhängigkeit wird es wohl bei der Immobilienbewertung für AIFs nicht (mehr) geben; andererseits reduziert dies die Kosten bei den AIFs, und darüber hinaus obliegen dem AIFM im Hinblick auf die Bewertungen Kontrollpflichten verbunden mit einer Haftung gegenüber den Anlegern des AIFs für die Bewertungen unabhängig von deren Auslagerung. Eine von der AIFM-RL zugelassene Eigenbewertung von Immobilien durch den AIFM widerspricht den sonstigen von der AIFM-RL an eine Bewertung gestellten Grundsätzen wie der Unabhängigkeit des Bewerthers und einer unparteiischen Bewertung; die diesbezüglichen Aufsichtspflichten der Verwahrstelle vermögen daran nichts zu ändern. Hier darf man gespannt sein, wie sich der Markt bei den verschiedenen AIF-Typen im Hinblick auf einen wirksamen Anlegerschutz entwickeln wird.

Bei der Bewertungshäufigkeit übersteigen die Regelungen des InvG für offene Immobilienfonds mit einer vierteljährlichen Bewertung der Immobilien bei täglicher Anteilscheinrücknahmemöglichkeit (nach Umstellung auf AnsFuG) die Mindestanforderungen der AIFM-RL in Verbindung mit den ESMA-Empfehlungen, nach denen mindestens einmal jährlich eine Bewertung der Immobilien erfolgen soll. Hier sind die ESMA-Empfehlungen zu begrüßen, da Immobilienwerte in der Regel wenig Volatilität aufweisen und bei erheblichen Wertänderungen (wie in Krisenzeiten) die Pflicht zur vorzeitigen Neubewertung besteht; eine vierteljährliche Bewertung würde nicht zu



Alles wird teurer: Für die bisher nicht regulierten geschlossenen Immobilienfonds stellt die regelmäßige Berechnung des Anteilswerts eine mit Verwaltungs- und Kostenaufwand verbundene Neuerung dar.

einem exakteren Anteilswert führen, aber zu deutlich höherem Verwaltungs- und Kostenaufwand für den jeweiligen AIF, der sich wiederum in einem geringeren Anteilswert niederschlägt.

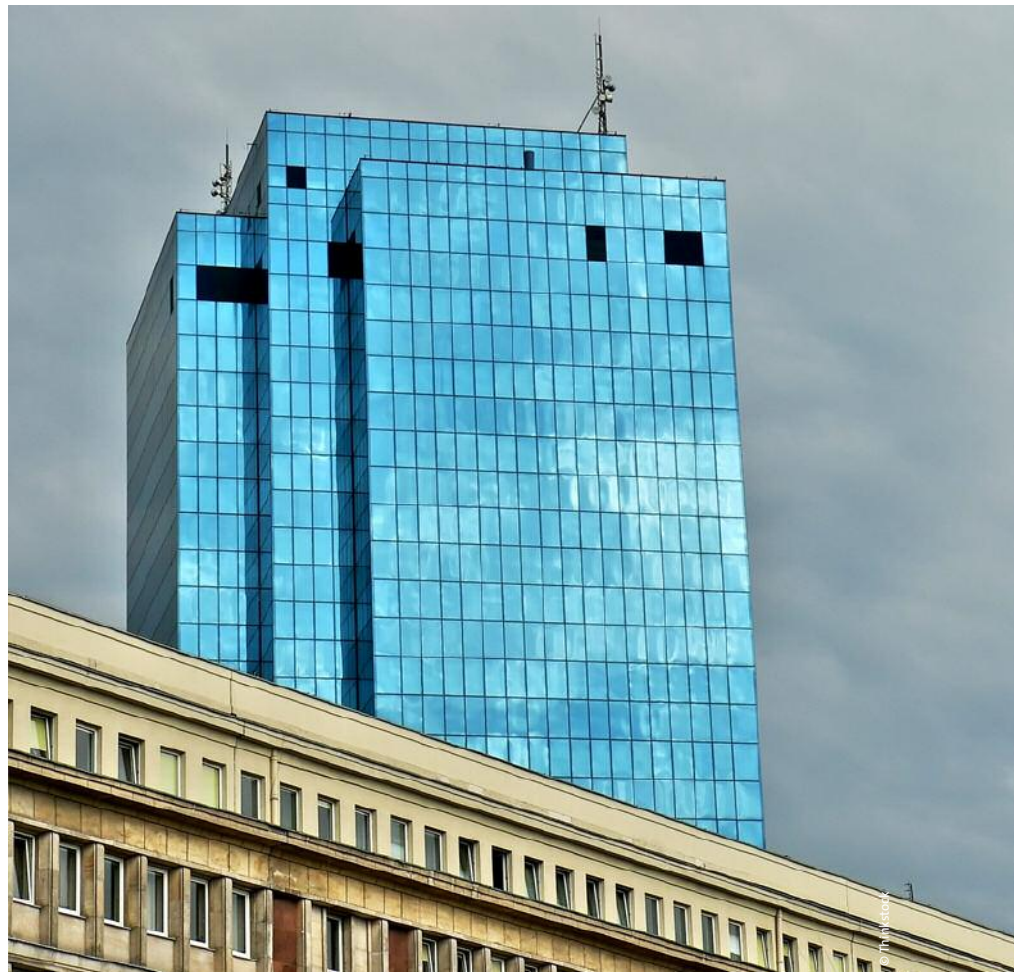
Jedenfalls für die bisher nicht regulierten geschlossenen Immobilienfonds bedeuten die erforderlichen Bewertungen und die hiermit verbundenen Anforderungen einen nicht unerheblichen organisatorischen und kostenmäßigen Aufwand.

Anteilswertberechnung der AIF-Anteile

Nach der AIFM-RL ergeben sich die Vorschriften für die Berechnung und Veröffentlichung des Nettoinventarwerts je Anteil des AIFs, also die Anteilswertberechnung, aus nationalem Recht des AIF-Sitzstaats und den Vertragsbedingungen/der Satzung des AIFs. Auf dieser Grundlage hat die ESMA lediglich allgemeine Grundsätze zur Berechnung des Anteilswerts erstellt.

Danach hat ein AIFM die vollumfängliche Dokumentation der Verfahren und Methoden der Anteilswertberechnung sicherzustellen. Diese Dokumentation und die Anwendung der dort beschriebenen Verfahren und Methoden sind regelmäßig vom AIFM zu überprüfen. Des Weiteren soll der AIFM für den Fall der fehlerhaften Anteilswertberechnung Abhilfeverfahren vorsehen. Die Anzahl der ausgegebenen Anteile soll mindestens im gleichen Turnus wie die Anteilswertberechnung vom AIFM überprüft werden.

Laut ESMA muss eine Anteilswertberechnung bei jeder Ausgabe und Rücknahme von Anteilen, mindestens aber einmal jährlich erfolgen. Der Anteilswert darf danach grundsätzlich vom AIFM selbst oder von einem externen Bewerter einschließlich der Verwahrstelle berechnet werden. Auch bei Beauftragung eines externen Bewerbers bleibt der AIFM für die Berechnung des Anteilswerts und dessen Veröffentlichung ver-



antwortlich. Allerdings haftet der externe Bewerter dem AIFM für durch schuldhafte Nichterfüllung seiner Aufgaben entstehende Verluste des AIFMs.

Laut ESMA gilt ein mit der Berechnung des Anteilswerts beauftragter Dritter nicht als externer Bewerter im Sinne der Bewertungsvorschriften der AIFM-RL, wenn dieser keine eigenen Bewertungen von Vermögenswerten des AIFs vornimmt, sondern lediglich Bewertungen anderer in die Anteilswertberechnung übernimmt. Damit sind die entsprechenden Bestimmungen betreffend die Anforderungen an einen externen Bewerter wie oben beschrieben, insbesondere diejenigen an die beruflichen Qualifikationen und eine Funktionsauslagerung durch den AIFM, nicht anwendbar.

Fazit: Nach den Vorschriften des InvG wird die Anteilswertberechnung für offene Fonds von KAG oder Depotbank vorgenommen. Die Entwicklungen in diesem Bereich nach Umsetzung der AIFM-RL bleiben abzuwarten; es ist davon auszugehen, dass der Anteilswert eines AIFs jedenfalls auch weiterhin vom AIFM oder der Ver-

wahrstelle berechnet wird. Das Verfahren der Anteilswertermittlung sollte auf Basis von Standardisierungen automatisiert werden, was zur deutlichen Effizienz- und Transparenzsteigerung bei gleichzeitiger Reduzierung der Kosten und Risiken führen würde.

Die regelmäßige Berechnung des Anteilswerts stellt für die bisher nicht regulierten geschlossenen Immobilienfonds jedenfalls eine mit Verwaltungs- und Kostenaufwand verbundene Neuerung dar.



Alexandra Weis
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

aweis@kslaw.com

Wenn Dritte ins Spiel kommen

Auslagerung nach Maßgabe der AIFM-RL

Im Rahmen der AIFM-RL wird zukünftig u.a. auch die Auslagerung von Aufgaben durch einen AIFM an Dritte („Beauftragte“) einer aufsichtsrechtlichen Regulierung unterliegen. Eine solche Regulierung ergab und ergibt sich in vergleichbarer Form z.B. bereits für Kapitalanlagegesellschaften aus § 16 InvG. Es ergeben sich jedoch neue bzw. weitergehende Regelungen, so dass zwar die bereits innerhalb der Kapitalanlagegesellschaften etablierten Mechanismen (z.B. Risikomanagement) zur Auswahl und laufenden Überwachung der Beauftragten weiterhin genutzt, zum Teil jedoch an die weitergehenden Anforderungen einer entsprechenden Umsetzung der AIFM-RL angepasst werden müssten.

Da sich jedoch ein Teil der nunmehr von der AIFM-RL erfassten AIFMs bisher keiner Regulierung im Hinblick auf die Auslagerung von Aufgaben im Rahmen ihrer Geschäfte ausgesetzt sah und sich nunmehr angesichts der bevorstehenden Umsetzung der AIFM-RL in nationales Recht auf die sich daraus ergebenden Anforderungen vorbereiten muss, soll nachfolgend der Regelungsgehalt der AIFM-RL im Hinblick auf die Auslagerung von Aufgaben dargestellt werden. Der nachfolgende Beitrag orientiert sich dabei ausschließlich an der in Kraft getretenen Fassung der AIFM-RL sowie hinsichtlich der Ausgestaltung derselben an den hierzu ergangenen Level-2-Maßnahmen gemäß des ESMA-Berichts vom 16.11.2011 und stellt insofern lediglich eine Zusammenfassung der AIFM-RL bzw. der hierzu ergangenen Level-2-Maßnahmen im Hinblick auf die danach geregelte Auslagerung dar.

Dabei ist zu berücksichtigen, dass die nachfolgende Darstellung ihrer Natur nach nur eine generalisierende sein kann. Es versteht sich, dass je nach Struktur und Größe des AIFMs bzw. Natur und Gegenstand des verwalteten AIFs die Umsetzung der AIFM-RL nach Maßgabe ihrer noch ausstehenden nationalen Ausgestaltung in unterschiedlicher Tiefe bzw. Breite erforderlich sein wird.

Gegenstand der Auslagerung gemäß Art. 20 AIFM-RL

Nach Maßgabe der Level-2-Maßnahmen sollen nicht von vornherein alle denkbaren, von dem AIFM üblicherweise zum Betrieb des eigenen Geschäfts ausgeführten Tätigkeiten im Fall der Übertragung zur Ausübung auf Dritte dem Regime des Art. 20 AIFM-RL unterworfen werden. Vielmehr soll grundsätzlich nur die Übertragung wesentlicher Aufgaben reguliert werden. Zur Definition der Wesentlichkeit nehmen die Level-2-Maßnahmen Bezug auf die Auswirkungen, die eine Schlecht- oder Nichterfüllung der in Frage stehenden Aufgabe unter anderem auf die ordnungsgemäße Erfüllung der Voraussetzungen und Pflichten aus der genehmigten Tätigkeit des AIFMs bzw. aus der AIFM-RL oder generell auf die ordnungsgemäße Durchführung der Geschäfte des AIFMs haben kann. Soweit erhebliche Auswirkungen bei einer Schlecht- oder Nichtleistung zu erwarten sind, soll von einer wesentlichen Aufgabe ausgegangen werden.

Zugleich nehmen die Level-2-Maßnahmen solche Leistungen aus dem vorstehenden Regime heraus, die typischerweise im Rahmen der Durchführung der Geschäfte des AIFMs von Dritten erbracht werden bzw. die zumindest nach der vorstehenden Definition nicht als wesentlich einzustufen sind. Hierzu sollen ausweislich der Level-2-Maßnahmen vornehmlich typische Beratungsleistungen wie zum Beispiel Rechtsberatung, Buchhaltung und -prüfung gehören. Darüber hinaus zählen hierzu unter anderem der Einkauf von Logistikdienstleistungen (Reinigung, Sicherheit, Catering usw.), die Inanspruchnahme einer Lohnbuchhaltung und von Zeitarbeit sowie der Einkauf standardisierter Software bzw. von Software-Supports.

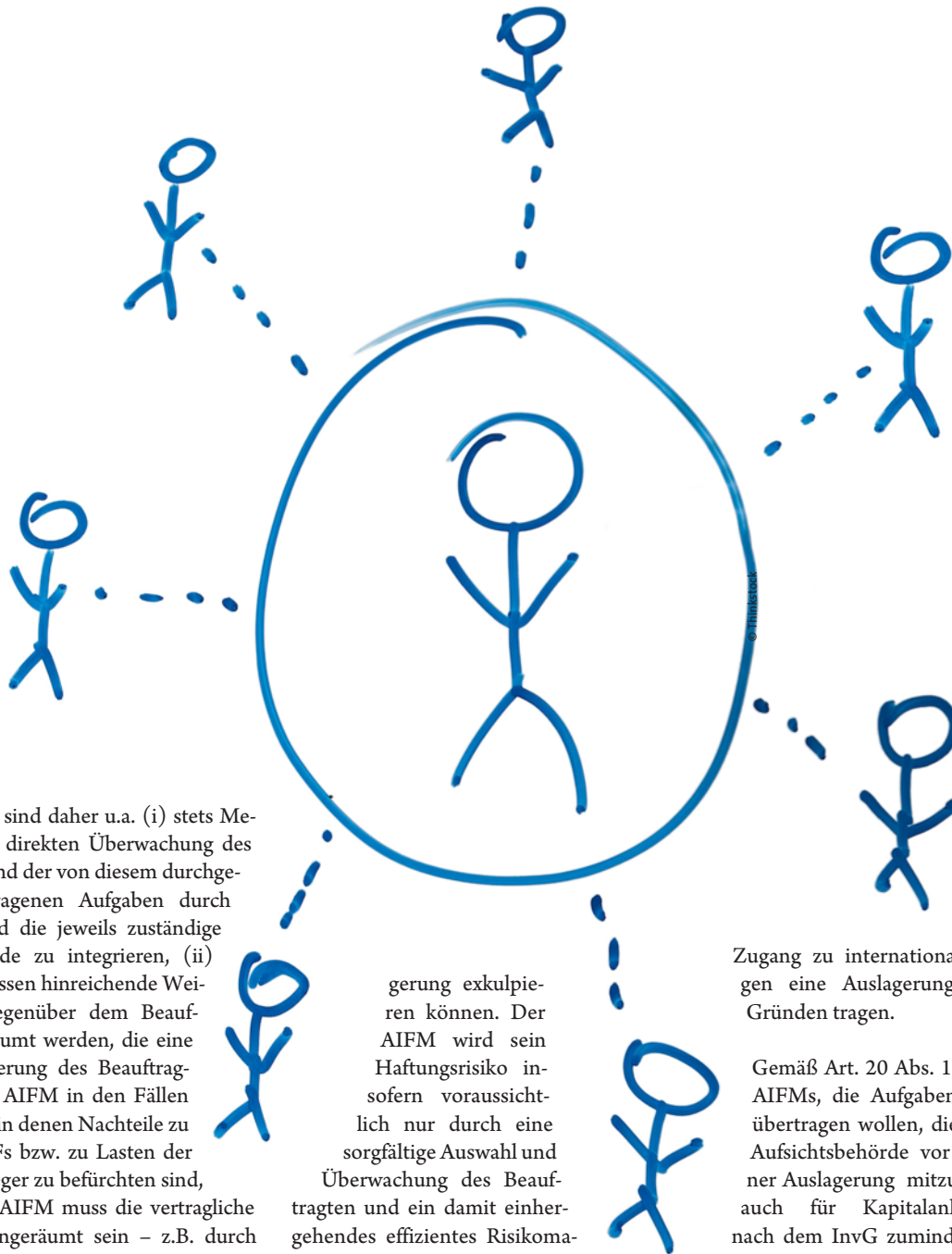
Die nach der AIFM-RL mögliche Auslagerung wesentlicher Aufgaben findet gemäß Art. 20 Abs. 3 AIFM-RL ihre Grenzen dort, wo der AIFM zur Briefkastenfirma degradiert wird. Nach Maßgabe der Level-2-

Maßnahmen ist dies insbesondere dann der Fall, wenn dem AIFM weder die Expertise noch die Ressourcen verbleiben, um die zulässigerweise ausgelagerten Aufgaben effektiv zu überwachen und ein entsprechendes Management hinsichtlich der mit der Auslagerung einhergehenden Risiken aufrechtzuerhalten und durchzuführen. Auch in den Fällen, in denen der AIFM aufgrund der Auslagerung nicht mehr in der Lage ist, Entscheidungen in den Bereichen der Leitungsaufgaben der Geschäftsführung (Senior Management) zu treffen oder nicht mehr in der Lage ist, die Leitungsaufgaben der Geschäftsführung überhaupt wahrzunehmen (insbesondere hinsichtlich der Investmentpolitik und -strategie), ist nach Auslegung der Level-2-Maßnahmen von einer Briefkastenfirma auszugehen.

Aus diesem Grund dürfen Leitungsaufgaben der Geschäftsleitung grundsätzlich nicht ausgelagert werden. Sie müssen stets durch den AIFM selbst wahrgenommen werden. Nach Maßgabe der Level-2-Maßnahmen gehören zu diesen Aufgaben insbesondere die Vorgabe, Umsetzung und fortlaufende Überwachung der Umsetzung der generellen Investmentpolitik und -strategie des jeweiligen AIFs und des entsprechenden Risikomanagements (auch in den Fällen, in denen das Risikomanagement durch Beauftragte durchgeführt wird) sowie die Verantwortung für die Einrichtung und Umsetzung aller Maßnahmen, die zur Erfüllung der Verpflichtungen nach der AIFM-RL erforderlich sind.

Des Weiteren darf die Auslagerung von wesentlichen Aufgaben an Beauftragte grundsätzlich nicht dazu führen, dass der AIFM an der ordnungsgemäßen und aufsichtsrechtlich genügenden Durchführung seines Geschäfts gehindert wird. Dies gilt insbesondere für die Verpflichtung des AIFMs, im Interesse seiner Anleger zu handeln und den AIF im Interesse der Anleger zu verwalten. Eine Auslagerung darf daher auch die wirksame aufsichtsrechtliche Kontrolle des AIFMs nicht behindern. In den jeweiligen Auslage-





rungsverträgen sind daher u.a. (i) stets Mechanismen zur direkten Überwachung des Beauftragten und der von diesem durchgeführten übertragenen Aufgaben durch den AIFM und die jeweils zuständige Aufsichtsbehörde zu integrieren, (ii) dem AIFM müssen hinreichende Weisungsrechte gegenüber dem Beauftragten eingeräumt werden, die eine effiziente Steuerung des Beauftragten durch den AIFM in den Fällen gewährleisten, in denen Nachteile zu Lasten des AIFs bzw. zu Lasten der jeweiligen Anleger zu befürchten sind, und (iii) dem AIFM muss die vertragliche Möglichkeit eingeräumt sein – z.B. durch entsprechende Sonderkündigungsrechte – die Übertragung mit sofortiger Wirkung wieder zu beenden. Für diese Fälle hat der AIFM wiederum Notfallpläne bereitzuhalten, um die ausgelagerten Aufgaben nach einer solchen außerordentlichen Beendigung wieder auf sich bzw. einen sonstigen geeigneten Dritten übertragen zu können. Die vertrauliche Behandlung aller Informationen, die der Beauftragte im Rahmen seines Auftrags über den AIF oder den AIFM erhält, ist ebenfalls vertraglich sicherzustellen.

Art. 20 Abs. 3 AIFM-RL stellt darüber hinaus klar, dass die Haftung des AIFMs gegenüber dem AIF und seinen Anlegern durch eine Auslagerung nicht berührt wird. Entsprechend würde sich der AIFM bei einem durch den Beauftragten verursachten Schadenseintritt grundsätzlich nicht durch den Nachweis der ordnungsgemäßen Ausla-

gerung exkulpieren können. Der AIFM wird sein Haftungsrisiko insofern voraussichtlich nur durch eine sorgfältige Auswahl und Überwachung des Beauftragten und ein damit einhergehendes effizientes Risikomanagement minimieren können. Dies schließt selbstverständlich etwaige Regressansprüche des AIFMs gegen den jeweiligen Beauftragten nicht aus.

Eine Auslagerung muss allem voran gemäß Art. 20 Abs. 1a) AIFM-RL stets von objektiven Gründen getragen sein. Der AIFM muss jederzeit in der Lage sein, die Gesamtstruktur der von ihm genutzten Auslagerung anhand objektiver Kriterien zu begründen und er soll diese nach Maßgabe der Level-2-Maßnahmen durchgehend dokumentieren können. Aus dieser Dokumentation soll sich ergeben, dass die Auslagerung einer effizienteren Durchführung des Managements des AIFs durch den AIFM dient. Entsprechend der Level-2-Maßnahmen sollen insbesondere Prozessoptimierung, Kosteneinsparung, Einkauf besonderer Expertise bei den Auslagerungsunternehmen oder der

Zugang zu internationalen Vertriebswegen eine Auslagerung aus objektiven Gründen tragen.

Gemäß Art. 20 Abs. 1 AIFM-RL haben AIFMs, die Aufgaben auf Beauftragte übertragen wollen, dies zukünftig ihrer Aufsichtsbehörde vor Inkrafttreten einer Auslagerung mitzuteilen. Dies stellt auch für Kapitalanlagegesellschaften nach dem InvG zumindest eine formelle Neuerung dar. Gemäß § 16 Abs. 5 InvG sind zurzeit alle in einem Geschäftsjahr bestehenden Auslagerungen erst nach Beendigung des Geschäftsjahrs gesammelt anzuzeigen. Inhaltlich ändert dies freilich nichts, da Kapitalanlagegesellschaften auch nach den zurzeit geltenden Regelungen des § 16 InvG zur Einhaltung der investimentrechtlichen Vorgaben bei der Auslagerung wesentlicher Aufgaben verpflichtet sind.

Auswahl und Überwachung der Beauftragten durch den AIFM

Der AIFM hat bei der Auswahl den Beauftragten sorgfältig zu prüfen und zu dokumentieren, ob dieser zum einen über ausreichend personelle und technische Ressourcen verfügt, um die zu übertragende Aufgabe ordnungsgemäß durchzuführen. Zum anderen hat der AIFM zu prüfen und



zu dokumentieren, ob die Mitarbeiter des Beauftragten, die die jeweils übertragenen Aufgaben tatsächlich ausführen werden, über die erforderliche Erfahrung und Fachkenntnis und über einen ausreichend guten Leumund verfügen. In den Fällen, in denen der Beauftragte hinsichtlich der von ihm erbrachten Dienstleistungen innerhalb der EU einer aufsichtsrechtlichen Kontrolle unterliegt und die Frage nach dem Leumund der Mitarbeiter im Rahmen des entsprechenden Zulassungsverfahrens von der zuständigen Aufsichtsbehörde geprüft wurde, soll sich der AIFM auf die Annahme stützen dürfen, dass die Mitarbeiter dieses Beauftragten über den nach den Level-2-Maßnahmen geforderten Leumund verfügen.

Der AIFM hat ferner sicherzustellen und fortlaufend zu überwachen, dass der Beauftragte die ihm übertragenen Aufgaben stets ordnungsgemäß und insbesondere in Übereinstimmung mit geltendem Recht und aufsichtsrechtlichen Anforderungen erfüllt. Der AIFM muss zu jeder Zeit in der Lage sein, angemessene Maßnahmen zu ergreifen, wenn zu besorgen steht, dass der Beauftragte diesen Anforderungen nicht gerecht wird. Da der AIFM schon nach dem Wortlaut der AIFM-RL dazu verpflichtet ist, die von dem Beauftragten erbrachten Dienstleistungen regelmäßig zu überprüfen, muss der AIFM nicht nur die technischen und personellen Voraussetzungen für eine durchgehende Überwachung und Dokumentation derselben zu jeder Zeit vorhalten. Der AIFM muss zugleich bereits in den mit den Beauftragten abzuschließenden Verträgen die Instrumente integrieren, die ihm die nach der AIFM-RL obliegende Überwachung und Steuerung des Beauftragten ermöglichen. Hierzu gehören unter anderem die Befugnisse des AIFM zur Überwachung des Beauftragten, die Weisungsbefugnis des AIFM gegenüber dem Beauftragten sowie die Möglichkeit zur jederzeitigen außerordentlichen Kündigung der Übertragung. Dies gilt auch für das Erfordernis der vor-

herigen Zustimmung des AIFMs zu einer etwaigen Unterbeauftragung durch den Beauftragten. In diesen Fällen trifft im Übrigen gemäß Art. 20 Abs. 5 AIFM-RL den Beauftragten selbst die Verpflichtung, die von dem Unterbeauftragten erbrachten Dienstleistungen nach Maßgabe der AIFM-RL fortwährend zu überprüfen. Im Übrigen haben die Unterbeauftragten bzw. deren Mitarbeiter dieselben Anforderungen nach Art. 20 Abs. 1 AIFM-RL zu erfüllen wie der ursprünglich Beauftragte selbst. Eine Unterbeauftragung ist der zuständigen Aufsichtsbehörde des AIFMs vorab mitzuteilen. Nach Maßgabe der Level-2-Maßnahmen gelten alle Anforderungen an den AIFM im Hinblick auf Beauftragte ebenso für Unterbeauftragte.

Auslagerung des Portfolio- und Risikomanagements

Art. 20 AIFM-RL gestattet grundsätzlich auch die Auslagerung des Portfolio- und Risikomanagements. Allerdings ist dies nach Maßgabe der Level-2-Maßnahmen ohne weiteres nur an solche Unternehmen zulässig, die für das Assetmanagement zugelassen und insofern Gegenstand staatlicher Aufsicht sind. In allen anderen Fällen steht eine entsprechende Auslagerung unter einem Genehmigungsvorbehalt der zuständigen Aufsichtsbehörde im Sinne des Art. 20 Abs. 1c) AIFM-RL. Weder aus der AIFM-RL noch aus den Level-2-Maßnahmen ergibt sich derzeit explizit, dass diese Anforderungen nicht im Hinblick auf solche Unternehmen gelten sollen, die von einem AIFM die Verwaltung von Immobilien eines AIFs übernehmen. Hinsichtlich § 16 InvG, der hierzu die gleichen Anforderungen stellt, ergibt sich diese Ausnahme aus der entsprechenden Gesetzesbegründung. Hiernach gelten die Anforderungen für die in Frage stehenden Assetmanager ausschließlich für die Verwaltung von Finanzinstrumenten. Es bleibt abzuwarten, inwiefern der deutsche Gesetzgeber hier eine entsprechende Umsetzung gestaltet.

Die Auslagerung des Portfolio- oder Risikomanagements an ein Unternehmen, dessen Interessen mit denen des AIFMs oder der Anleger des AIFs in Konflikt stehen könnten, ist gemäß Art. 20 Abs. 2b) AIFM-RL ausgeschlossen, es sei denn, der Beauftragte hat durch funktionale und hierarchische Trennung dafür Sorge getragen, dass die das Portfolio- bzw. Risikomanagement wahrnehmenden Unternehmensteile von den Unternehmensteilen unbeeinflusst sind, die Aufgaben wahrnehmen, die einen potentiellen Interessenkonflikt hervorrufen könnten. Zugleich müssen potentielle Interessenkonflikte ermittelt, überwacht und gesteuert werden. Dies gilt auch für zukünftig auftretende Interessenkonflikte. Der AIFM muss den Anlegern des AIFs diese potentiellen Interessenkonflikte offenlegen.

Hinsichtlich potentieller Interessenkonflikte identifizieren die Level-2-Maßnahmen besondere Konstellationen zwischen AIFM und Beauftragtem bzw. Anleger des AIF und dem Beauftragten, in denen ein solcher Interessenkonflikt besonders naheliegend ist. Es soll dies der Fall sein, wenn der AIFM und der Beauftragte zur selben Unternehmensgruppe gehören bzw. in einem sonstigen Vertragsverhältnis stehen. Hier ist ein besonderes Augenmerk auf die Frage zu richten, ob und inwieweit der Beauftragte den AIFM kontrolliert bzw. Einfluss auf ihn nehmen kann. Auch die Konstellation, in der der Anleger des AIFs und der Beauftragte derselben Unternehmensgruppe angehören, wird nach Maßgabe der Level-2-Maßnahmen kritisch gesehen. Hier stellt sich die Frage, ob und inwieweit der Investor den Beauftragten kontrolliert bzw. auf ihn Einfluss nehmen kann. Auch diese Konstellationen sollen jedoch nach Maßgabe der Level-2-Maßnahmen zulässig sein, wenn der jeweils Beauftragte für die vorgenannte funktionale und hierarchische Trennung der Aufgaben gesorgt hat. Indizien dafür sind u.a.: (i) Die tatsächlich mit dem Portfoliomanagement beauftragten Unternehmensteile sind nicht an konfliktträchtigen Unternehmensteilen des Beauftragten wie z.B.





© Thinkstock

dem Controlling beteiligt; (ii) die mit dem Risikomanagement tatsächlich beauftragten Unternehmensteile sind nicht an konfliktträchtigen Unternehmensteilen wie z.B. operativen Tätigkeiten des Beauftragten beteiligt; und (iii) die mit dem Risikomanagement tatsächlich beauftragten Unternehmensteile werden nicht von solchen Unternehmensteilen überwacht, die für die Leistungen des operativen Bereichs des Beauftragten verantwortlich sind. Diese Trennung muss dabei für das gesamte Unternehmen des Beauftragten bis zur Geschäftsführung sichergestellt sein.

Hierbei soll der Beauftragte verpflichtet werden, alle vernünftigen und angemessenen Maßnahmen zur Identifizierung, zum Management und zur Überwachung solcher Risiken innerhalb seines Unternehmens zu ergreifen. Der Beauftragte muss insofern auch vertraglich zu einer ständigen Berichterstattung über potentielle Interessenkonflikte gegenüber dem AIFM verpflichtet werden. Der AIFM wiederum hat diese potentiellen Interessenkonflikte stets dem Anleger des jeweiligen AIFs offenzulegen.

Soweit es sich bei den Beauftragten um Unternehmen in Drittstaaten außerhalb der Europäischen Union handelt, stellt die AIFM-RL unter Berücksichtigung der Level-2-Maßnahmen weitere Anforderungen an die Zulässigkeit der Auslagerung wesent-

licher Aufgaben. Es muss zunächst ein schriftliches Abkommen zwischen den jeweils zuständigen Aufsichtsbehörden des Heimatlands des AIFMs oder der ESMA und des Heimatlands des Beauftragten (Unterbeauftragten) geben. Nach einem solchen Vertrag muss die für den AIFM zuständige Aufsichtsbehörde in der Lage sein, auf Nachfrage an alle relevanten Informationen und Unterlagen zu gelangen, die sie zur ordnungsgemäßen Durchführung ihrer Aufsichtspflicht unter der AIFM-RL benötigt. Die Aufsichtsbehörde muss in der Lage sein, den Beauftragten (Unterbeauftragten) in dem Drittstaat vor Ort zu prüfen. Zugleich muss eine zeitnahe Information der zuständigen Aufsichtsbehörde durch die Aufsichtsbehörde des Drittstaats gewährleistet sein, soweit eine Verletzung der AIFM-RL und der von ihr implementierten Mechanismen zu befürchten steht. Es muss des Weiteren sichergestellt sein, dass in solchen Fällen eines Verstoßes gegen Anforderungen nach der AIFM-RL und der durch sie implementierten Maßnahmen ausreichend effektive Maßnahmen zur Abwehr dieser Beeinträchtigungen ergriffen werden können. In den Fällen, in denen der Beauftragte (Unterbeauftragte) in dem Drittland für das Assetmanagement von Finanzinstrumenten nach den jeweils geltenden inländischen Regelungen zugelassen ist und dort einer effektiven staatlichen Aufsicht unterliegt, kann die Anforderung nach

Art. 20 Abs. 1c) AIFM-RL als erfüllt vorausgesetzt werden.

Aussichten

Die abschließende Umsetzung der AIFM-RL steht derzeit noch aus, ist jedoch in Kürze zu erwarten. Es bleibt abzuwarten, wie der deutsche Gesetzgeber die von der AIFM-RL geforderten Vorgaben im Licht der Level-2-Maßnahmen ausgestalten wird. Wie in vielen anderen Bereichen werden jedoch auch die Maßgaben zur Auslagerung wesentlicher Aufgaben auf Dritte zu einem erhöhten organisatorischen Aufwand bei den betroffenen AIFMs führen. Dies wird insbesondere für solche AIFMs von besonderem Interesse sein, die sich aufgrund einer bisher fehlenden Regulierung nicht in dieser Form mit den Voraussetzungen für die Auslagerung von Aufgaben auseinandersetzen mussten.



*Olaf M. Jacobsen
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main*

ojacobsen@kslaw.com

Systemrisiko Fremdfinanzierung?

Die Regulierung von AIFs beim Einsatz von Fremdkapital

Die systemischen Risiken im Zusammenhang mit AIFs sollen nach Meinung des europäischen Gesetzgebers unter anderem auch mit dem von diesen zur Erzielung einer Hebelwirkung eingesetzten Fremdkapital zusammenhängen. Durch den Einsatz von Fremdkapital können Investments mit weniger Eigenkapital durchgeführt und mit dem Fonds(eigen)kapital damit mehr Investments realisiert werden. Die Eigenkapitalrendite kann so enorm gesteigert werden. Andererseits wird im Fall von Verlusten das Eigenkapital zuerst aufgezehrt. Bei ungünstigem Geschäftsverlauf drohen so erhebliche Verluste.

Risiken im Zusammenhang mit Fremdfinanzierungen

Diese Risiken, die sich im Übrigen durch eine diversifizierte Anlagestrategie minimieren lassen, treffen jedoch vornehmlich die Eigenkapitalgeber. Inwiefern die Fremdkapitalfinanzierung als solche zu Systemrisiken und Marktstörungen beitragen kann, ist umstritten und wurde bisher nicht überzeugend dargelegt.

In bestimmten Konstellationen, so wird eingewandt, bedeute eine höhere Verschuldung sogar weniger Risiko. Durch Fremdkapital lassen sich häufig steuerlich effizientere Investmentstrukturen implementieren, so dass eine Begrenzung dieser Möglichkeiten die Zahl der zur Verfügung stehenden Investmentstrategien verringert, Investments teilweise ganz verhindert und allgemein die Wertschöpfung durch strukturierte Investments zu behindern geeignet ist. Fremdkapitalgrenzen können außerdem dazu führen, dass Investoren in fallenden Märkten zur Veräußerung von Objekten gezwungen sein können, was wiederum die Abwärtsbewegung der Märkte weiter befeuern und Marktverwerfungen überhaupt erst herbeiführen kann.

Nichtsdestotrotz wurde im Zuge der Regulierung von Managern Alternativer Invest-

mentfonds die rechtspolitische Entscheidung getroffen, auch die Fremdfinanzierung von AIFs dem neuen regulatorischen Regime für Alternative Investmentfonds zu unterwerfen. Immerhin wurde dabei (jedenfalls zunächst) von starren Fremdkapitalgrenzen Abstand genommen. Die regulatorischen Maßnahmen betreffen in erster Linie Informationspflichten gegenüber Anlegern und Aufsichtsbehörden im Zusammenhang mit der Aufnahme von Fremdkapital und Eingriffsbefugnisse der Aufsichtsbehörden im Einzelfall.

Fremdfinanzierungen im Sinne der AIFM-RL

Der grundlegende Ausgangspunkt des europäischen Gesetzgebers findet sich dabei im Erwägungsgrund 49 der AIFM-RL. Ausgehend von der Überlegung, dass AIFMs bei der Verwaltung von AIFs Fremdfinanzierungen einsetzen können, die unter bestimmten Umständen zur Entstehung von Systemrisiken oder zu Marktstörungen beitragen können, sollten AIFMs, die Fremdfinanzierungen einsetzen, speziellen Anforderungen unterworfen werden.

Die AIFM-RL spricht dabei nicht von „Fremdfinanzierung“, sondern von „Hebelfinanzierung“, die definiert ist als „jede Methode, mit der ein AIFM das Risiko eines von ihm verwalteten AIF durch Kreditaufnahme, Wertpapierleihe, in Derivate eingebettete Hebelfinanzierungen oder auf andere Weise erhöht“. Die von der AIFM-RL erfassten Finanzierungsarten umfassen daher nicht nur das klassische Bankdarlehen, sondern auch jedwede Art von Transaktion und jedwedes Instrument mit Finanzierungscharakter.

Die Definition der AIFM-RL ist dabei so weit, dass sie im Rahmen der Level-2-Maßnahmen weiter eingegrenzt werden muss und wurde. Die (zum 01.01.2011) neu gegründete ESMA hat am 16.11.2011 ihre technischen Hinweise zu möglichen Umsetzungsmaßnahmen veröffentlicht. Der Um-

fang der Hebelfinanzierung soll nach diesen Hinweisen das Verhältnis der (tatsächlichen und potentiellen) Verbindlichkeiten („Exposures“) des AIFs zu seinem Nettovermögen sein. Für die Berechnung der Verbindlichkeiten sollen nach den Hinweisen der ESMA verschiedene Berechnungsmethoden in Frage kommen, nämlich die „Bruttomethode“ („Gross Method“), die Commitment-Methode und die „weiterentwickelte Methode“ („Advanced Method“), die jeweils in den Hinweisen genauer beschrieben werden.

Die Berechnungsmethoden sind dabei so kompliziert und umfangreich, dass sie vermutlich nicht in eine praxistaugliche gesetzliche Regelung überführt werden können. Für das nationale deutsche Umsetzungs-gesetz steht daher wohl zu erwarten, dass dieses eine allgemeine Definition von Fremdfinanzierung/Hebelfinanzierung enthalten wird, die durch die ESMA-Hinweise, delegierende Rechtsakte der Kommission und andere Rechtsquellen in der Praxis zu konkretisieren wäre. Es ist aber davon auszugehen, dass Fremdfinanzierung bzw. Hebelfinanzierung im Sinne des Umsetzungs-gesetzes ein sehr weiter Begriff sein wird, der jedwede Art von Finanzierungsmittel/-instrument, einschließlich jeglicher Derivate davon, umfassen wird.

Fremdkapital auf der Ebene der Portfoliogesellschaften/Immobilien-Zweckgesellschaften

Ein noch nicht ganz geklärt und im Rahmen der nationalen Umsetzung der AIFM-RL zu betrachtender Aspekt ist die Frage, ob bei mehrstufigen Holdingstrukturen das Fremdkapital auf allen gesellschaftsrechtlichen Ebenen zusammengerechnet oder für die Zwecke der AIFM-RL nur die Finanzierungen auf der Ebene des Fonds betrachtet werden sollen. Der Wortlaut der entsprechenden Bestimmungen der AIFM-RL ist dabei recht weit, benutzt allgemeine Formulierungen und bezieht sich regelmäßig auf „Fremdkapital, das durch den AIFM ein-





Wie viel Fremdkapital wird eingesetzt? Darüber müssen Anleger und Aufsichtsbehörden nun genauer denn je informiert werden.

gesetzt wird“. Diese Formulierung spricht für eine Betrachtung aller Hebelfinanzierungen auf allen Ebenen der Investmentstruktur.

Andererseits hat jedoch die ESMA in ihren bereits erwähnten technischen Hinweisen ausgeführt, dass hinsichtlich von AIFs, deren Anlagestrategie auf den Erwerb von nicht-börsennotierten Gesellschaften gerichtet ist, die Verschuldung auf der Ebene dieser erworbenen Gesellschaft nicht bei der Berechnung der Gesamtverschuldung des AIFs zu berücksichtigen sei. Allein dem Wortlaut dieser Stellungnahme nach könnten so beim Erwerb von Immobilien im Wege des Sharedeal durch Erwerb der die Immobilie haltenden Zweckgesellschaft bestehende Finanzierungen auf der Ebene der Zweckgesellschaft außer Betracht bleiben.

Diese Stellungnahme bezieht sich allerdings wohl aller Wahrscheinlichkeit nach auf Handelsgesellschaften („Trading Companies“), die nicht nur eigenes Vermögen verwalten. Etwaige Betriebsmittelkredite sollen nicht dem allgemeinen Verschuldungsgrad zugerechnet werden. Im Falle von Immobilienzweckgesellschaften sind die auf deren Ebene aufgenommenen Finanzierungen in der Regel nicht (oder weit überwiegend nicht) zum Zweck der Bewirtschaftung der Immobilie, sondern zum Zweck ihres Erwerbs eingegangen worden, so dass eine Hinzurechnung zum Gesamtfremdkapital des Fonds sachgerecht erscheint.

Außerdem werden die meisten Immobilienfonds ohnehin nicht auf den Erwerb von Immobiliengesellschaften beschränkt sein, sondern je nach rechtlichen, insbesondere steuerrechtlichen, Gegebenheiten die Objekte sowohl im Wege des Share- als auch des Assetdeals erwerben, so dass die Voraussetzungen nach der Stellungnahme der ESMA (AIFs, deren Anlagestrategie auf den Erwerb von nichtbörsennotierten Gesellschaften gerichtet ist) auf sie ohnehin nicht zutreffen werden. Eine Beschränkung der Betrachtungsweise nur auf die Ebene des Fonds macht auch aus regulatorischer Sicht wenig Sinn, ließen sich so doch die Bestimmungen der AIFM-RL bzw. ihrer nationalen Umsetzungsgesetze durch Bildung von Zwischenholdingebenen nur allzu leicht umgehen.

Schließlich sei auch auf die bereits bestehende Regelung im Investmentgesetz verwiesen, nach der die von den Immobiliengesellschaften aufgenommenen Darlehen für die Finanzierungsgrenzen des offenen Fonds (30% für Publikumsfonds bis zu 50% für Spezialfonds, jeweils zusätzlich zu bis 30% Kurzfristfinanzierungen) mit berücksichtigt werden. Es ist daher davon auszugehen, dass für die Berechnung des Umfangs des Einsatzes von Hebelfinanzierungen sämtliche Finanzierungen auf allen Ebenen der Investmentstruktur zusammengerechnet werden und insbesondere auch die Verschuldung auf der Ebene der Immobilien-Gesellschaften mit hinzugerechnet werden wird.

Informationspflichten im Zusammenhang mit Hebelfinanzierungen

Die AIFM-RL sieht vor, dass den Hebelfinanzierungen einsetzenden AIFMs verschiedene Pflichten auferlegt werden sollen, zu denen, neben weiteren, insbesondere die folgenden Verpflichtungen gehören:

- a) Bei der Beantragung der Zulassung hat der AIFM den zuständigen Behörden zusammen mit den anderen Zulassungsunterlagen Angaben über die (beabsichtigten) Grundsätze, die der AIFM im Zusammenhang mit dem Einsatz von Hebelfinanzierungen anwendet oder anzuwenden gedenkt, vorzulegen.
- b) Im Zusammenhang mit den Bestimmungen zum Risikomanagement sollen die AIFMs verpflichtet werden, ein Höchstmaß an Hebelfinanzierungen festzulegen, das sie für jeden der von ihnen verwalteten AIF einsetzen können, sowie den Umfang des Rechts der Wiederverwendung von Sicherheiten oder sonstigen Garantien, die im Rahmen der Vereinbarung über die Hebelfinanzierung gewährt werden können, wobei sie Folgendes zu berücksichtigen haben:

- die Art des AIFs,
- die Anlagestrategie des AIFs,
- die Herkunft der Hebelfinanzierung des AIFs,
- jede andere Verbindung oder relevante Beziehung zu anderen Finanz-



- dienstleistungsinstituten, die potentiell ein Systemrisiko darstellen,
- die Notwendigkeit, das Risiko gegenüber jeder einzelnen Gegenpartei zu begrenzen,
- das Ausmaß, bis zu dem die Hebelfinanzierung abgesichert ist,
- das Verhältnis von Aktiva und Passiva,
- Umfang, Wesen und Ausmaß der Geschäftstätigkeiten des AIFMs auf den betreffenden Märkten.

c) Im Zusammenhang mit den Informationspflichten gegenüber den Anlegern des AIFs sollen die AIFMs verpflichtet werden, den Anlegern, bevor diese eine Anlage in einen AIF tätigen, Informationen über

- die Umstände, unter denen der AIF Hebelfinanzierungen einsetzen kann,
- Art und Herkunft der zulässigen Hebelfinanzierung und die damit verbundenen Risiken,
- sonstige Beschränkungen für den Einsatz von Hebelfinanzierungen,
- Vereinbarungen über Sicherheiten und über die Wiederverwendung von Vermögenswerten sowie
- den maximalen Umfang der Hebelfinanzierung, die der AIFM für Rechnung des AIF einsetzen darf,

zur Verfügung zu stellen. Sie sollen darüber hinaus verpflichtet werden, die Anleger über alle wesentlichen Änderungen dieser Informationen zu unterrichten.

Darüber hinaus sollen AIFMs, die hebelfinanzierte EU-AIFs verwalten oder hebelfinanzierte AIFs in der EU vertreiben, für jeden dieser AIFs regelmäßig offenlegen:

- alle Änderungen zum maximalen Umfang, in dem der AIFM für Rechnung des AIFs Hebelfinanzierungen einsetzen kann, sowie etwaige Rechte zur Wiederverwendung von Si-

- cherheiten oder sonstige Garantien, die im Rahmen der Hebelfinanzierung gewährt wurden; und
- die Gesamthöhe der Hebelfinanzierung des betreffenden AIFs.

d) Im Zusammenhang mit den Informationspflichten gegenüber den zuständigen Behörden ist vorgesehen, dass ein AIFM, der AIFs verwaltet, die in beträchtlichem Umfang Hebelfinanzierungen einsetzen, den zuständigen Behörden seines Herkunftsmitgliedstaats

- Angaben zum Gesamtumfang der eingesetzten Hebelfinanzierungen für jeden der von ihm verwalteten AIFs,
- eine Aufschlüsselung nach Hebelfinanzierungen, die durch Kreditaufnahme oder Wertpapierleihe begründet wurden, und solchen, die in Derivate eingebettet sind, sowie
- Angaben zu dem Umfang, in dem die Vermögenswerte der AIFs im Rahmen von Hebelfinanzierungen wiederverwendet wurden,

zur Verfügung stellen soll.

Diese Angaben sollen für jeden der vom AIFM verwalteten AIFs Angaben zur Identität der fünf größten Kreditgeber bzw. Wertpapierverleiher sowie zur jeweiligen Höhe der aus diesen Quellen für jeden der genannten AIFs erhaltenen Hebelfinanzierung umfassen.

Finanzierungsgrenzen und Eingriffsbefugnisse der Aufsichtsbehörden

Nachdem zunächst auch die Einführung fester Fremdkapitalgrenzen diskutiert worden war, hat sich der europäische Gesetzgeber in der AIFM-RL für ein flexibleres und auf den Einzelfall bezogenes Überwachungs- und Eingriffsregime entschieden. Nach den Regelungen der AIFM-RL sollen die Mitgliedsstaaten sicherstellen, dass die zuständigen Behörden des Herkunftsmitgliedstaats des

AIFMs die ihnen zu übermittelnden Informationen (siehe oben) nutzen, um festzustellen, inwieweit die Nutzung von Hebelfinanzierungen zur Entstehung von Systemrisiken im Finanzsystem, des Risikos von Marktstörungen oder zu Risiken für das langfristige Wirtschaftswachstum beiträgt.

Dabei hat der AIFM zu zeigen, dass die von ihm angesetzte Begrenzung des Umfangs von Hebelfinanzierungen bei jedem von ihm verwalteten AIF angemessen ist und dass er diese Begrenzung stets einhält. Die zuständigen Behörden bewerten die Risiken, die aus der Nutzung von Hebelfinanzierungen durch einen AIFM bei einem von ihm verwalteten AIF erwachsen könnten, und sollen, wenn dies zur Gewährleistung der Stabilität und Integrität des Finanzsystems für nötig erachtet wird, den Umfang der Hebelfinanzierung, die ein AIFM einsetzen darf, beschränken dürfen. Die zuständigen Behörden sollen des Weiteren berechtigt sein, sonstige Beschränkungen der AIF-Verwaltung bezüglich der von ihm verwalteten AIFs zu verhängen, so dass das Ausmaß begrenzt wird, in dem die Nutzung von Hebelfinanzierungen zur Entstehung von Systemrisiken im Finanzsystem oder des Risikos von Marktstörungen beiträgt. Die zuständigen Behörden informieren dabei die ESMA, den (ebenfalls neu gebildeten) Europäischen Ausschuss für Systemrisiken (ESRB) und die zuständigen Behörden des AIFs über die diesbezüglich eingeleiteten Schritte.

Das Absehen von einer starren Finanzierungsgrenze ist zu begrüßen. Die AIFM-RL regelt eine derartige Vielfalt an Investmentmanagern, Assetklassen und Investmentstrukturen, darunter Hedgefonds, Venture-Capital-Fonds, Private-Equity-Fonds, offene und geschlossene Fonds, die in Immobilien, etablierte oder neu gegründete Unternehmen, Wertpapiere oder Derivate und viele andere Vermögenswerte investieren, und regelt Fonds, an denen sich nur ein einziger, geschäftserfahrener Anleger (z.B. eine Versicherung) oder eine Vielzahl von natür-





lichen Personen beteiligen, dass eine starre Regel für alle diese Sachverhalte kaum als sachdienlich und angemessen anzusehen gewesen wäre.

Es bleibt zu hoffen, dass der deutsche Gesetzgeber im Rahmen seiner Umsetzung der AIFM-RL keine Finanzierungsgrenzen im deutschen Umsetzungsgesetz verankert und dass auch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht nicht eine Verwaltungspraxis etabliert, wonach für bestimmte Anlagen bestimmte vorgegebene Finanzierungsgrenzen gelten. Dabei muss unter anderem bedacht werden, dass das Ziel der europäischen Regelung die Sicherstellung der Stabilität und Integrität des Finanzsystems ist, und nicht etwa der Anlegerschutz oder der Schutz von Individualrechtsgütern. Die Richtlinie umsetzende Rechtsakte und das darauf basierende Verwaltungshandeln sollten dies berücksichtigen und Eingriffsbefugnisse erst bei entsprechend schwerwiegenden und systemrelevanten Sachverhalten vorsehen.

Wie die Umsetzung der Richtlinie und die anschließende Verwaltungspraxis hinsichtlich der Überwachung der Fremdfinanzierung von AIFs letztlich ausgestaltet sein werden, muss abgewartet werden. In ihren technischen Hinweisen zu den Level-2-Maßnahmen geht die ESMA jedoch auch auf die Kriterien ein, von denen sich die nationalen Behörden bei ihrer Einschätzung der Gefährdung der Stabilität und Integrität des Finanzsystems leiten lassen sollten. Die entsprechenden Kriterien lassen, im Ein-

klang mit der Richtlinie, eher eine systemische Risiken adressierende Verwaltungspraxis erwarten.

Kriterien bei der Entscheidung über die Einleitung von behördlichen Maßnahmen sollen unter anderem sein:

- ob die betreffenden Hebelfinanzierungen in signifikanter Weise zu Markt-, Liquiditäts- oder Adressausfallrisiken bei einer systemrelevanten Finanzinstitution führen können;
- ob der Einsatz von Hebelfinanzierungen im konkreten Fall zu einem Abwärtstrend bei den betreffenden Vermögenswerten (z.B. Immobilien) in einem Umfang beitragen kann, der den Markt für solche Vermögenswerte als solchen gefährdet;
- die Art, Anlagestrategie und Assetklassen des betreffenden Fonds und die prozyklische Wirkung, die die behördliche Maßnahme haben wird bzw. würde; sowie
- die Größe des betreffenden AIFs, die Auswirkung der Maßnahme auf den Markt, in dem der AIF operiert, und das Risiko eines Überspringens einer negativen Entwicklung auf andere Märkte, aber auch der Umfang eines Missverhältnisses zwischen Aktiv- und Passivvermögen hinsichtlich des betreffenden AIFs.

Fazit

Im Rahmen der Regulierung der Alternativen Investmentfonds durch die AIFM-RL wird auch der Einsatz von Fremdkapital durch die AIFMs verschiedenen Beschränkungen unterworfen. Die AIFMs müssen sowohl bei der Beantragung ihrer Zulassung und vor der ersten Investition ihrer Anleger als auch im späteren Verlauf ihrer Geschäftstätigkeit den Anleger sowie den zuständigen Behörden Informationen über den Umfang ihres Einsatzes von Fremdkapital und andere damit zusammenhängende Umstände übermitteln.

Die Aufsichtsbehörden bewerten die ihnen zur Verfügung gestellten Informationen im Hinblick auf Risiken, die aus den Finanzierungen für die Stabilität und Integrität des Finanzsystems drohen. Werden solche Risiken festgestellt, sind die Aufsichtsbehörden berechtigt, Finanzierungsgrenzen festzulegen und andere Gegenmaßnahmen zur Begrenzung der Risiken zu treffen. Allgemein gültige Finanzierungsgrenzen oder solche, die ohne konkretes Risiko gelten sollen, werden durch die AIFM-RL nicht aufgestellt. Die Umsetzung der Vorgaben der Richtlinie durch den nationalen Gesetzgeber und die Verwaltungspraxis der Aufsichtsbehörde bleibt jedoch abzuwarten.



Dr. Andreas Böhme
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

aboehme@kslaw.com

Bestellung eines externen AIFMs

Die GmbH & Co. KG und die Umsetzung der AIFM-Richtlinie

Bekanntlich werden aufgrund der Umsetzung der AIFM-RL bislang kaum regulierte Teile der Finanzbranche erstmals einer umfassenden Regulierung unterliegen.

Unter anderem gilt dies für geschlossene Fonds, welche als AIFs im Sinne der AIFM-RL anzusehen sind. Diese Fonds sind im Regelfall als GmbH & Co. KG strukturiert. Anleger beteiligen sich an dieser eigenständigen – zumeist nur zur Realisierung eines Projekts gegründeten – Fondsgesellschaft als Kommanditisten. Damit sind in der Regel für die Fondsanleger volle Teilnahme und Stimmrechte in der Gesellschafterversammlung sowie volle Gewinnrechte verbunden. Die Rolle des persönlich haftenden Gesellschafters wird in der Regel von einer von dem Fondsiniciator des geschlossenen Fonds „gestellten“ und daher unter Umständen auch entsprechendem Einfluss auf die Geschäftsführung unterliegenden Komplementär-GmbH übernommen. Da sich an einem geschlossenen Fonds nicht selten mehr als 1.000 Anleger beteiligen, besteht – um den Verwaltungsaufwand zu begrenzen – die Möglichkeit, einen Treuhandkommanditisten als Handelsregistertreuhänder einzuschalten. Die Anleger beteiligen sich in diesem Fall über einen Treuhänder, der ihre Gesellschafterrechte grundsätzlich weisungsgebunden ausübt und alle emittierten Kommanditanteile im Namen der Anleger verwaltet. Werden Beteiligungen an geschlossenen Fonds als treuhänderische vermittelt, so wird auch der Treuhänder nicht

selten von den Fondsiniciatoren und/oder den Gründungsgesellschaften beherrscht. Darüber hinaus werden die eigentlichen wirtschaftlichen Entscheidungen hinsichtlich des Fonds im Rahmen des Managements des Fonds durch den Fondsiniciator getroffen, der mit der GmbH-&Co.-Gesellschaft einen Geschäftsbesorgungsvertrag abschließt. Die Fondsgesellschaft überträgt dem Fondsiniciator dabei die mit ihrem gewöhnlichen Geschäftsbetrieb verbundenen laufenden Geschäfte, wobei alle Geschäfte und Maßnahmen, die dem Betriebsablauf und dem Zweck der Gesellschaft dienen, umfasst werden.

Die Regulierung durch die AIFM-RL setzt bekanntlich auf der Ebene des Managers des AIFs, bei dem AIFM an. Gemäß der Definition in Art. 4 Abs. 1b) AIFM-RL ist ein AIFM „jede juristische Person, deren reguläre Geschäftstätigkeit darin besteht, einen oder mehrere AIF zu verwalten.“ Vor diesem Hintergrund kommt in Abhängigkeit von der Struktur der Fondsgesellschaft jedoch mehr als ein Rechtsträger als potentieller AIFM in Betracht. Für geschlossene Fonds ist insofern der Fondsiniciator, aber auch die Komplementär-GmbH in Betracht zu ziehen. Das oben beschriebene gängige Modell zugrunde gelegt, erschiene es konsequent, den Fondsiniciator als AIFM anzusehen und dementsprechend ihn den umfassenden Anforderungen gemäß der AIFM-RL zu unterwerfen. Ob dies mit den Bestimmungen der AIFM-RL mit Blick auf die Regelungen des

Handelsgesetzbuchs („HGB“) im Einklang steht, ist jedoch zumindest diskussionswürdig. Der vorliegende Beitrag unternimmt es, dieser Frage nachzugehen.

Problemdarstellung

Im Marktsegment der geschlossenen Fonds handelt es sich bei den Anlagevehikeln, wie eingangs dargestellt, typischerweise um GmbH & Co. KGs. Diese gesellschaftsrechtliche Mischform vereinigt die steuerrechtlichen Vorteile einer Personengesellschaft mit der Möglichkeit der Begrenzung der Haftung bei der Kapitalgesellschaft. Die allein persönlich haftende GmbH ist kapitalmäßig in der Regel nur entsprechend den gesetzlichen Mindestanforderungen ausgestattet und besteht im Übrigen als leere Hülle.

Entsprechend § 164 HGB ist bei der GmbH & Co. KG die Komplementär-GmbH allein zur Geschäftsführung berechtigt. Die Kommanditisten sind von der Geschäftsführung grundsätzlich ausgeschlossen. Es stellt sich die Frage, ob hieraus Rückschlüsse hinsichtlich der Möglichkeit der Bestellung eines externen AIFMs gezogen werden können oder ob die Komplementär-GmbH damit nicht nur als Geschäftsführung der KG, sondern zwingend auch als deren AIFM anzusehen ist.

Die relevante Regelung in der AIFM-RL ist deren Art. 5. Der Wortlaut von Art. 5 Abs. 1 Satz 2 ist wie folgt:

„Der AIFM ist entweder

- a) ein externer Verwalter, der die vom AIF oder im Namen des AIF bestellte juristische Person ist und aufgrund dieser Bestellung für die Verwaltung des AIF verantwortlich ist (externer AIFM), oder
- b) der AIF selbst, wenn die Rechtsform des AIF eine interne Verwaltung zulässt und das Leitungsgremium des AIF entscheidet, keinen externen AIFM zu bestellen; in diesem Fall wird der AIF als AIFM zugelassen.“

„Aufgrund der Umsetzung der AIFM-RL werden kaum regulierte Teile der Finanzbranche erstmals einer umfassenden Regulierung unterliegen.“





Wann lichtet sich das Dickicht?
Die Umsetzung der AIFM-Richtlinie sollte
Klarheit bringen, wann die Bestellung
eines externen AIFMs möglich ist.

© Thinkstock

Des Weiteren bestimmt Art. 5 Abs. 1 Satz 1 AIFM-RL, dass jeder AIF nur einen einzigen AIFM haben kann. Die ESMA hat insofern bestätigt, dass nur einer der in Art. 5 Abs. 1 Satz 2 genannten Rechtsträger als AIFM bestimmt werden kann und damit die gesamte Verantwortung für die Einhaltung der AIFM-RL trägt.

Art. 5 Abs. 1 Satz 2b) AIFM-RL eröffnet den AIFs damit, jedenfalls sofern die Rechtsform des AIFs eine interne Verwaltung zulässt, eine Wahlmöglichkeit. Diese nimmt die ESMA insbesondere in den Fällen von körperschaftsrechtlich strukturierten AIFs an, möglicherweise kann dies aber auch bei KG-Strukturen wie den deutschen geschlossenen Fonds angenommen werden. Für derartig strukturierte geschlossene Fonds und deren Manager wird es, wie nachfolgend ausgeführt, durchaus von Bedeutung sein, ob diese als intern oder extern verwaltete AIFs angesehen werden müssen.

Die unterschiedlichen Folgen/Auswirkungen der Wahlmöglichkeit nach Art. 5 Abs. 1

S. 2b) AIFM-RL lassen sich wohl am besten am Beispiel des nach französischem und luxemburgischem Recht als Kapitalgesellschaft zu gründenden und mit einer Aktiengesellschaft vergleichbarem Anlagevehikels („SICAV“) mit variablem Grundkapital verdeutlichen. Eine SICAV verfügt über eine eigene Verwaltung, bestehend zumindest aus dem Verwaltungsrat. Dieser kann nach den Vorgaben der AIFM-RL (i) selbst als Verwalter auftreten und entsprechende Anlageentscheidungen treffen, mit der Folge, dass der AIF eine AIFM-Erlaubnis erwerben muss, oder (ii) einen externen Manager als AIFM ernennen bzw. bestellen, der die Anlageentscheidungen trifft und die Erlaubnis nach der AIFM-RL erwerben muss.

Lässt die Rechtsform des AIFs hingegen eine interne Verwaltung nicht zu, wie das beispielsweise bei den durch das Investmentgesetz regulierten Sondervermögen oder äquivalenten Vehikeln nach ausländischen Rechtsordnungen (z.B. Fonds commun de placement, „FCP“, nach französischem oder

luxemburgischem Recht) der Fall ist, so kommt eine interne Verwaltung gemäß Art. 5 Abs. 1 Satz 2b) AIFM-RL nicht in Betracht. In diesen Fällen ist die einzige Alternative, einen externen AIFM zu bestellen.

Komplementär-GmbH als AIFM?

Art. 5 Abs. 1 Satz 2b) AIFM-RL geht wie bereits dargestellt offensichtlich davon aus, dass dem AIF grundsätzlich ein Wahlrecht zusteht. Aus Art. 5 Abs. 1 Satz 2b) AIFM-RL ergibt sich weiterhin, dass es einen Akt der Bestellung hinsichtlich eines externen AIFs gibt, die Eigenschaft des AIFMs diesem also nicht zwingend kraft Gesetzes aufgrund einer etwaigen gesellschaftsrechtlichen Beziehung zum AIF zuwächst.

Dennoch wird in der Diskussion um die Umsetzung der AIFM-RL teilweise der Gedanke geäußert, dass aufgrund der gesetzlich angeordneten Geschäftsführung der Komplementär-GmbH hinsichtlich der GmbH & Co. KG diese rechtlich eigenständige Komplementär-GmbH auch die „inter-





Ein klassisches Beispiel
für geschlossene Fonds sind
Immobilienfonds.

ne“ Verwaltung des AIFs in Form der GmbH & Co. KG darstellt bzw. wahrnimmt und damit zwingend auch deren AIFM ist, ohne dass die Bestellung bzw. Ernennung eines Dritten externen AIFMs gemäß Art. 5 Abs. 1a) AIFM-RL in Betracht kommen würde.

Würde man dieser Auslegungsvariante folgen, hätte das gravierende Folgen für die notwendige Ausstattung der Komplementär-GmbH. Gemäß deutschem Gesellschaftsrecht werden an diese lediglich aufgrund ihrer Eigenschaft als Komplementärin keine besonderen Anforderungen gestellt. Wäre sie nach Umsetzung der AIFM-RL dagegen notwendig ein AIFM, müsste sie selbstverständlich sämtliche Anforderungen erfüllen, die an einen AIFM gestellt werden. Dies würde insbesondere aufgrund der Mindestkapitalanforderungen gemäß Art. 9 Abs. 1 AIFM-RL sowie der durch weitere hohe Anforderungen bedingten Personal- und sonstigen Ausstattung auch bedeuten, dass die Komplementär-GmbH, die aus Haftungsgründen grundsätzlich als weitgehend leere Hülle ausgestaltet ist, in Zukunft die AIFM-Erlaubnis und einiges an Substanz haben müsste, die den Gläubigern des AIFs als Haftungsmasse zur Verfügung stünde.

Die Auslagerung bestimmter Aufgaben an Dritte gemäß Art. 20 AIFM-RL würde insofern keine substantielle Erleichterung für die Komplementär-GmbH bedeuten, da dies zum einen nichts an der Erfüllung der Voraussetzungen für den Erwerb der Erlaubnis durch den AIFM (z.B. Mindestkapi-

tananforderungen) ändert. Zum anderen bleibt der AIFM für ausgelagerte Funktionen gegenüber den Anlegern stets weiterhin verpflichtet.

Vor diesem Hintergrund ist es wesentlich zu unterscheiden, ob ein Rechtsträger, wie die Komplementär-GmbH, „lediglich“ Geschäftsführungsaufgaben für einen AIF wahrnimmt – wie es auch ein SICAV-Verwaltungsrat, der einen externen AIFM ernannt hat, auch weiterhin tun würde – oder ob dieser Rechtsträger als AIFM des AIFs ernannt bzw. bestellt worden ist. Ersteres würde dem Vorgehen bei geschlossenen Fondsstrukturen entsprechen und die Eröffnung der Wahlmöglichkeit zur Ernennung eines externen AIFMs, z.B. des Fondsiniciators, bedeuten. Die Wahlmöglichkeit des AIFs würde mithin wohl besser der derzeitigen Praxis gerecht werden. Ferner sind keine Einschränkung dieser Wahlmöglichkeit im Hinblick auf KG-Strukturen durch die AIFM-RL oder die ESMA noch vor dem Hintergrund des HGB ein Verstoß gegen die Vorgaben des HGB ersichtlich, da die Komplementär-GmbH grundsätzlich weiterhin die ihr in § 164 HGB auferlegten Geschäftsführungsaufgaben wahrnimmt.

Fazit

Es bleibt insofern abzuwarten, ob, und zu hoffen, dass die vorgenannten Auslegungsunklarheiten im Hinblick auf die Stellung der Komplementär-GmbH und die Möglichkeit der Bestellung eines Dritten externen AIFMs durch eine Klarstellung im Sinne einer Wahlmöglichkeit des AIFs im Rah-

men der Umsetzung der AIFM-RL beseitigt werden. Durch eine entsprechende Klarstellung könnte die Branche der geschlossenen Fonds an bestehenden Strukturen festhalten und würde des Weiteren Flexibilität für alternativen Anlegerbedürfnissen entsprechende Strukturierungsmöglichkeiten erhalten.



Dr. Sven Wortberg
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

swortberg@kslaw.com



Anna Gabrysch
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

agabrysch@kslaw.com

Autoren dieser Ausgabe



Nicole Bittlingmayer
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

Aufsichtsrecht,
Immobilienrecht

nbittlingmayer@kslaw.com



Dr. Andreas Böhme
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

Finanzierung,
Aufsichtsrecht

aboehme@kslaw.com



Anna Gabrysch
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

Aufsichtsrecht,
Immobilienrecht

agabrysch@kslaw.com



Olaf M. Jacobsen
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

Immobilienrecht,
Aufsichtsrecht

ojacobsen@kslaw.com



Mario Leißner
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

Aufsichtsrecht,
Immobilienrecht

mleissner@kslaw.com



Alexandra Weis
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

Aufsichtsrecht,
Immobilienrecht

aweis@kslaw.com



Dr. Sven Wortberg
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

Immobilienrecht,
Aufsichtsrecht

swortberg@kslaw.com



Dr. Philipp Wösthoff
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

Aufsichtsrecht,
Immobilienrecht

pwoesthoff@kslaw.com

Neuzugänge des Frankfurter Büros von King & Spalding



Dr. Sebastian Kaufmann,
LL.M.
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

Finanzierung,
Energierrecht

skaufmann@kslaw.com



Jan Schäfer, LL.M.
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

Schiedsrecht,
Prozessführung

jschaefer@kslaw.com



Dr. Axel Schilder, StB
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

Steuerrecht

aschilder@kslaw.com



Cüneyt Andac, LL.M. oec.
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

Aufsichtsrecht,
Immobilienrecht

candac@kslaw.com



Dr. Sebastian Müller
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

Schiedsrecht,
Prozessführung

smueller@kslaw.com



David Wulfert
King & Spalding LLP
Frankfurt am Main

Schiedsrecht,
Prozessführung

dwulfert@kslaw.com

King & Spalding Büros

King & Spalding is an international law firm with more than 1.100 lawyers in Abu Dhabi, Atlanta, Austin, Charlotte, Dubai, Frankfurt, Geneva, Houston, London, Moscow, New York, Paris, Riyadh, San Francisco, Silicon Valley, Singapore and Washington, D.C. The firm represents half of the Fortune 100 and, according to a Corporate Counsel survey, ranks fifth in its total number of representations of those companies.



© iStock

ABU DHABI

Level 15, Al Sila Tower
Sowwah Square
P.O. Box 130522
Abu Dhabi
United Arab Emirates
T: +971 2 5967 000

ATLANTA

1180 Peachtree Street, NE
Atlanta, GA 30309
United States
T: +1 404 572 4600

AUSTIN

401 Congress Avenue
Suite 3200
Austin, TX 78701
United States
T: +1 512 457 2000

CHARLOTTE

100 N Tryon Street
Suite 3900
Charlotte, NC 28202
United States
T: +1 704 503 2600

DUBAI

Al Fattan Currency House
Tower 2, Level 24
Dubai International
Financial Centre
P.O. Box 506547
Dubai
United Arab Emirates
T: +971 4 377 9900

FRANKFURT

Taunusanlage 1
60329 Frankfurt am Main
Germany
T: +49 69 257 811 000

GENEVA

7 Quai du Mont Blanc
CH-1201 Geneva
Switzerland
T: +41 22 591 0800

HOUSTON

1100 Louisiana Street
Suite 4000
Houston, TX 77002
United States
T: +1 713 751 3200

LONDON

125 Old Broad Street
London, EC2N 1AR
United Kingdom
T: +44 20 7551 7500

MOSCOW

10 Vozdvizhenka Street
3rd Floor (Regus)
125009 Moscow
Russian Federation
T: +7 495 797 3797

NEW YORK

1185 Avenue of the Americas
New York, NY 10036
United States
T: +1 212 556 2100

PARIS

65-67 avenue des Champs Elysées
Paris 75008
France
T: +33 1 7300 3900

RIYADH

Kingdom Centre
20th Floor
King Fahad Road
PO Box 14702
Riyadh 11434
Saudi Arabia
T: +966 1 211 0034

SAN FRANCISCO

101 Second Street
Suite 2300
San Francisco, CA 94105
United States
T: +1 415 318 1200

SILICON VALLEY

333 Twin Dolphin Drive
Suite 400
Redwood Shores, CA 94065
United States
T: +1 650 590 0700

SINGAPORE

9 Raffles Place #31-01
Republic Plaza
Singapore 048619
Singapore
T: +65 6303 6000

WASHINGTON, D.C.

1700 Pennsylvania Avenue, NW
Suite 200
Washington, D.C. 20006
United States
T: +1 202 737 0500

Sozietätsportrait

KING & SPALDING

Die Kanzlei

King & Spalding LLP, vor 127 Jahren in Atlanta gegründet, ist eine der führenden internationalen Wirtschaftskanzleien mit mehr als 1.100 Rechtsanwälten an 17 Standorten in den Vereinigten Staaten, in Europa, in Asien und im Nahen Osten. Die Rechtsanwälte der Sozietät sind inzwischen in mehr als 100 Ländern und auf sechs Kontinenten tätig.

Zu den Mandanten, die oft seit Jahrzehnten und auf sämtlichen Gebieten des Wirtschaftsrechts beraten werden, zählt die Hälfte der 100 größten Unternehmen der Welt (Fortune 100). Die Kanzlei berät zudem Technologie- und Marktführer sowie kleinere und mittelständische Unternehmen. Besondere Schwerpunkte von King & Spalding liegen weltweit unter anderem auf den Gebieten Immobilienrecht, Energie-recht, Pharmarecht, Biotech, Gesellschaftsrecht und internationale Schiedsgerichtsbarkeit.

Die Immobilienkapitalmarktpraxis

Die Immobilienwirtschaftsrechts-/Immobilienkapitalmarktpraxis gehört zu den strategischen Schwerpunkten der Kanzlei und den führenden auf dem Markt. Sie umfasst weltweit mehr als 100 Rechtsanwälte in Atlanta, Charlotte, Houston, New York, San Francisco, Washington D.C., Frankfurt am Main, London, Paris, Moskau und Dubai und berät global führende Finanzinstitutionen, REITs, Immobiliengesellschaften, Banken, Fonds, institutionelle Investoren und Assetmanager bei deren sämtlichen internationalen Aktivitäten.

Die Kombination einer weltweit aufgestellten Immobilienrechtsplattform mit lokaler – amerikanischer, europäischer und asiatischer – Expertise und besonderem Know-how auch in den anderen für die Mandanten wesentlichen Bereichen Aufsichtsrecht, Gesellschaftsrecht, Finance und Steuerrecht garantiert, dass die Mandanten mit höchster Qualität und Effizienz sowie mit professio-

nellem Verständnis ihres Geschäfts bei der Beurteilung des Marktgeschehens, im Wettbewerb, bei der Strukturierung und bei der Durchführung von Transaktionen unterstützt werden.

Die deutsche Praxis

Das im Oktober 2007 eröffnete deutsche Büro von King & Spalding hat sich innerhalb kürzester Zeit zu einem der erfolgreichsten anwaltlichen Immobilien- und Fondsmarktteilnehmer entwickelt.

Strategischer und praktischer Schwerpunkt der deutschen Praxis ist die spezialisierte Beratung von Initiatoren und institutionellen Anlegern offener und geschlossener Immobilienfonds, Assetmanagern, institutionellen Investoren und Immobilien-Gesellschaften in sämtlichen für diese relevanten Rechtsgebieten. So betreut die Kanzlei etwa Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften bei ihrer Gründung, bei der Auflage und Verwaltung der Publikums- und Spezialfonds sowie der sonstigen Vehikel deutschen oder ausländischen Rechts, bei der rechtlichen und steuerlichen Strukturierung ihrer Produkte und Aktivitäten, bei der Durchführung ihrer deutschen und weltweiten Transaktionen und deren Finanzierung sowie im Assetmanagement und die regulierten Anleger der Immobilienfonds zu sämtlichen Fragen des Versicherungsaufsichtsrechts.

Die Qualifikation des deutschen Büros von King & Spalding, fokussiert die Immobilien- und Fondsindustrie zu beraten, resultiert nicht aus nur gelegentlicher Befassung mit dem Immobilien-, Investment- und Versicherungsaufsichtsrecht neben diversen anderen Disziplinen. Vielmehr tun die Rechtsanwälte des Büros seit vielen Jahren nichts anderes, als Immobilienfonds, institutionelle Anleger und Assetmanager maßgeschneidert in genau denjenigen Bereichen zu begleiten, die für diese wichtig sind: im Aufsichtsrecht und im Immobilienrecht. Diese Konzentration auf Beratungsfelder mit

marktführender Expertise, die langjährige tagtägliche Praxiserfahrung hierin und außergewöhnliche Branchenkenntnis auch „von innen“ gestatten der deutschen Praxis eine Beratungstiefe und Effizienz, die auf dem Markt selten sein mögen. Natürlich vernachlässigt das Büro trotz aller Fokussierung nicht die sonstigen Rechtsgebiete, wie etwa das Gesellschafts-, Steuer- und Finanzierungsrecht.

Seit dem Start des deutschen Büros vor vier Jahren hat sich die Zahl der in Frankfurt am Main tätigen Rechtsanwälte verdreifacht. Innerhalb der – transaktionsarmen – letzten 24 Monate hat das Frankfurter Team bei dutzenden Transaktionen mit einem Gesamtvolumen von ca. 2 Milliarden Euro beraten. Gründe für den Erfolg sind nach Auskunft der Mandanten die auf dem Markt einzigartige Branchenfokussierung, die herausragende einschlägige Qualifikation und der Umstand, dass die Kanzlei auch hinsichtlich ihrer Kultur – intern und gegenüber den Mandanten – offenbar „anders“ ist als andere.

Kontakt

KING & SPALDING

Frankfurt am Main

Taunusanlage 1
60329 Frankfurt am Main
T +49 (0) 69 257 811 000
F +49 (0) 69 257 811 100
frankfurt@kslaw.com
www.kslaw.com

