

AN:	Mandanten	TO:	Clients
VON:	P+P Pöllath + Partners	FROM:	P+P Pöllath + Partners
DATUM:	16. November 2011	DATE:	November 16, 2011
ZU:	ESMA Abschlussbericht (ESMA/2011/379) mit technischen Empfehlungen zu möglichen Durchführungsmaßnahmen hinsichtlich der AIFM-RL	RE:	ESMA Final Report (ESMA/2011/379) on technical advice on possible implementing measures of the AIFM-D

Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde („**ESMA**“) hat am 16. November 2011 im Anschluss an die Konsultationspapiere vom 13. Juli 2011 (ESMA/2011/209) und 23. August 2011 (ESMA/2011/270) (die „**Konsultationspapier**“) ihren finalen Abschlussbericht (der „**Abschlussbericht**“) veröffentlicht. Dieser beinhaltet ESMA's technische Empfehlungen zu den Level-2 Maßnahmen betreffend die am 21. Juli 2011 in Kraft getretene Richtlinie zu Managern alternativer Investmentfonds („**AIFM-RL**“). Der Abschlussbericht ist ESMA's endgültige Antwort auf die Anfrage zur Unterstützung der Europäischen Kommission an die ESMA-Vorgängerin CESR vom 2. Dezember 2010 (die „**Kommissionsanfrage**“). Die Europäische Kommission wird nunmehr die Durchführungsmaßnahmen unter Berücksichtigung von ESMA's Empfehlungen erstellen.

P+P beriet die European Venture Capital Association bei der Beantwortung der Konsultationspapiere. Bitte berücksichtigen Sie auch unsere vorherige Mandanteninformation vom 14. Juli 2011.

On November 16, 2011, following the consultation papers as of July 13, 2011 (ESMA/2011/209) and August 23, 2011 (ESMA/2011/270) (the “**Consultation Papers**”) of the European Securities and Markets Authority (“**ESMA**”) issued its final report (the “**Final Report**”) which provides ESMA's technical advice on Level II measures concerning the Directive on Alternative Investment Fund Managers, which entered into force on July 21, 2011 (“**AIFM-D**”). The Final Report is ESMA's final response to the European Commission's request for assistance to ESMA's predecessor CESR as of December 2, 2010 (the “**Commission's Request**”). The European Commission will now prepare the implementing measures in light of ESMA's advice.

P+P has been assisting the European Venture Capital Association in drafting answers to the Consultation Papers. Please refer also to our previous client memorandum dated July 14, 2011.

P+P Berlin

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

P+P Frankfurt/Main

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

P+P München

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

I. Einleitung

Wie die Konsultationspapiere deckt der Abschlussbericht die vier Bereiche ab, die in der Kommissionsanfrage aufgezeigt worden sind und auf die der Level I Text der AIFM-RL zur Konkretisierung weiterer technischer Details im Rahmen des Level II Prozesses verweist:

- Teil I: allgemeine Vorschriften, Zulassung und operative Anforderungen;
- Teil II: Verwahrstellen;
- Teil III: Transparenzfordernisse und Helffinanzierung; und
- Teil IV: Aufsicht.

Wir werden in den kommenden Tagen eine detailliertere Zusammenfassung (in Tabellenform) der ESMA Empfehlungen versenden. In der Zwischenzeit finden Sie im Folgenden eine kurze Zusammenfassung von ESMA's finalen Empfehlungen im Hinblick auf die für Private Equity („PE“) relevanten Level II Themen, die während der Konsultationsphase besonders kontrovers diskutiert wurden.

II. Bestimmung der „verwalteten Vermögenswerte“ für Zwecke der Ausnahme gemäß Artikel 3 AIFM-RL

Die AIFM-RL gestattet den Mitgliedstaaten Erleichterungen in Bezug auf „kleine“ AIFM, deren verwaltetes Vermögen bestimmte Schwellenwerte nicht überschreiten (€500 Millionen für AIFM, die kein Leverage einsetzen und €100 Millionen für AIFM, die Leverage einsetzen).

Zur diesbezüglichen Bestimmung der verwalteten Vermögenswerte gemäß Artikel 3(2) AIFM-

I. Introduction

Like the Consultation Papers the Final Report covers the four parts identified in the Commission's Request with respect to which the Level I text of the AIFM-D refers to further technical details to be determined as part of the Level II process:

- Part I: general provisions, authorization and operating conditions;
- Part II: depositaries;
- Part III: transparency requirements and leverage; and
- Part IV: supervision.

We will be circulating within the next few days a more detailed summary (in table format) of the ESMA advice. In the meantime, please find hereafter a short summary of ESMA's final recommendations regarding the key elements of the Level II topics which have given rise to great concern of the private equity („PE“) industry throughout the consultation phase.

II. Identification of “Assets under Management” for Purposes of the Exemption pursuant to Article 3 AIFM-D

The AIFM-D permits that member states provide for exemptions of the rules under the Directive for “smaller” AIFM whose assets under management do not extent a certain threshold (€500 million for AIFM not applying leverage and €100 million for AIFM applying leverage).

In order to determine for these purposes the assets under management pursuant to Article 3(2)

RL bezieht sich ESMA in ihrem Abschlussbericht schlicht auf den „**total value of assets under management**“-Ansatz. ESMA bietet keine Leitlinien zur Bestimmung dieses Wertes und verweist nicht mehr auf den NETTO-Inventarwert. Wie bereits in den Konsultationspapieren vorgeschlagen, sieht ESMA in ihrem Abschlussbericht vor, dass der Wert zumindest jährlich unter Zugrundelegung der zuletzt vorhandenen Wertberechnung (nicht älter als 12 Monate) berechnet werden und Vermögensgegenstände beinhalten muss, die für jeden AIF **durch Hebelfinanzierung „wie in der Richtlinie definiert“** akquiriert wurden (Box 1 Nr. 3; Ziffer III.I. Nr. 5). Bezüglich der Einbeziehung der mit Hebeleffekten akquirierten Vermögensgegenstände verweist ESMA auf die „Gross method“ zur Berechnung des Risikos des AIF inklusive jeglicher Kreditaufnahmen (Box 2 und 95). Angesichts der durch ESMA eingefügten Klarstellung („*wie in der Richtlinie definiert*“) und der Definition von Hebelfinanzierung im Level I Text der AIFM-RL, wonach Hebelfinanzierung angesehen wird als ein Risiko auf Ebene des AIF, sollte nach unserem **Verständnis die Kreditaufnahme auf Ebene des Akquisitionsvehikels, das die Anteile an der Portfoliogesellschaft hält, nicht für Zwecke der Wertermittlung der Portfoliogesellschaft einbezogen werden.**

Erfreulicherweise hält ESMA nicht länger an der Ansicht fest, dass AIFs, für die aufgrund der in **Artikel 61 enthaltenen Bestandsschutzregeln für den AIFM** keine Zulassungserfordernisse bestehen, in die Berechnung des verwalteten Vermögens einzubeziehen sind. **Es wurde nunmehr klargestellt, dass solche AIF unbe-**

AIFM-D, ESMA simply refers in its Final Report to the “**total value of assets under management**” approach. ESMA provides no guidelines as to the method of determining the value and it no longer refers to the NET asset value. As proposed in its Consultation Paper ESMA foresees in its Final Report that the value must be calculated at least annually using the latest available asset value calculation (not being older than 12 months) and should include assets acquired **through leverage “as defined in the Directive”** for each AIF (Box 1 no. 3; section III.I no. 5). With respect to the inclusion of assets acquired through leverage ESMA refers to the gross method of calculating the exposure of the AIF including any borrowing (Box 2 and 95). Given the clarification included by ESMA (“*as defined in the Directive*”) and the definition of “leverage” in the Level I text of AIFM-D pursuant to which leverage is considered as any exposure at the AIF level, **borrowing at the level of the acquisition vehicle holding the shares in a portfolio company should not be included for purposes of determining the value of the portfolio company in our reading.**

Fortunately ESMA no longer takes the view that AIFs for which the AIFM would not require to be authorized **under the grandfathering rules of Article 61** have to be included in the calculation of assets under management. **It is now clarified that such AIFs are not taken into considera-**

rücksichtigt bleiben.

Gemäß den von ESMA vorgeschlagenen Regeln muss der AIFM Verfahren einführen und laufend anwenden, um den Wert der gesamten verwalteten Vermögensgegenstände zu überwachen. ESMA schlägt vor, dass der Wert quartalsmäßig überwacht werden soll (Ziffer III.I. Nr. 9). Falls ein „Marktwert“-basierender Ansatz gewählt wird, wäre eine solche quartalsmäßige Überwachung insbesondere für kleine PE Fondsmanager schwierig, die von einer solchen Ausnahme in erster Linie geschützt werden sollten. Falls der Vorschlag jedoch dahingehend verstanden werden muss, dass der **AIFM Flexibilität bezüglich der Methode zur Bestimmung des Werts der Vermögensgegenstände hat**, sollte dies praktikabel sein, da dann seine quartalsmäßige Überwachung auf den letzten verfügbaren geprüften Jahreswerten beruhen könnte, die durch den Akquisitionspreis der gekauften Vermögensgegenstände und durch den Nettoinventarwert der ab diesem Zeitpunkt verkauften Vermögensgegenstände angepasst werden.

Darüber hinaus schlägt ESMA vor, dass der AIFM Situationen einzuschätzen hat, wenn der gesamte Wert des Portfolios den Schwellenwert überschreitet und diese Überschreitung als nicht nur vorübergehend einzustufen ist. ESMA legt fest, dass die Überschreitung dann als vorübergehend gelten soll, wenn sie mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit einen Zeitraum von mehr als drei Monaten überdauern wird (Box 1 Nr 6 lit. (b)).

According to the rules proposed by ESMA the AIFM should implement and apply procedures on an on-going basis to monitor the value of the total assets under management. ESMA proposes that the value should be monitored on a quarterly basis (section III.I.9 of CP). If any “market value” based approach were chosen such quarterly “monitoring” would certainly be difficult especially for the smaller PE fund manager who were meant to be protected by such exemption in the first place. However, if the proposal is to be read such that the AIFM has **flexibility as to the method by which it determines the value of the assets**, this should be feasible, because it could then base its quarterly monitoring on the latest available annual audited value adapted by the acquisition price of any assets acquired and by the net asset value of any assets sold since then.

Moreover, ESMA suggests that the AIFM assesses situations where the “total value of assets” exceeds the thresholds and it considers such excess not to be of a temporary nature. ESMA specifies that the situation should be considered to be of a temporary nature if it is likely to continue for a period in excess of three months (Box 1 no. 8 lit. (b)).

III. Allgemeine operative Bedingungen

1. Kapitalanforderungen: “zusätzliche Eigenmittel” und “Berufshaftpflichtversicherung”

In Ergänzung zu den in Artikel 9(1-6) der AIFM-RL angeordneten Eigenmittelanforderungen hat der AIFM über eine **Berufshaftpflichtversicherung** („BHV“) oder über zusätzliche Eigenmittel zu verfügen. In Bezug auf die BHV hat ESMA auf die Anforderung verzichtet, eine Versicherung in Bezug auf durch den AIFM begangene Betrugsrisiken abzuschließen. Stattdessen ist vorgesehen, dass Fehler des oberen Managements betreffend die Errichtung, Umsetzung und Aufrechterhaltung geeigneter Verfahren zur Verhinderung von unredlichen, betrügerischen oder arglistigen Handlungen der Geschäftsführung des AIFM, dessen (leitenden) Angestellten oder dritten Personen, für die der AIFM einzustehen hat, zu versichern sind. Weiterhin ist eine Versicherung für Risiken im Zusammenhang mit einer unsachgemäßen Bewertung, Betriebsstörungen und Systemfehlern vorgesehen, deren Abschluss in der Praxis auf Schwierigkeiten stoßen dürfte. Die Mindestversicherungssumme für jeden Schadensfall muss wenigstens gleich dem nachfolgend höher genannten Betrag sein:

- a) 0,75% des Betrags, der den Wert des Portfolios des AIFM in Höhe von € 250 Millionen übersteigt, höchstens jedoch € 20 Millionen;
- b) € 2 Millionen.

Die Mindestversicherungssumme für sämtliche pro Jahr zusammengefassten Schadensfälle muss wenigstens gleich dem nachfolgend höher

III. General Operating Conditions

1. Capital Requirements: “Additional Own Funds” and “Professional Indemnity Insurance”

In addition to the capital requirements imposed on the AIFM pursuant to Article 9(1-6) of the AIFM-D, the AIFM must have a **Professional Indemnity Insurance** (“PII”) in place or alternatively further additional own funds. With respect to PII, ESMA has deleted the requirement to have insurance in place for risks relating to fraud by the AIFM but instead foresees failure by the senior management to establish, implement and maintain appropriate procedures to prevent dishonest, fraudulent or malicious acts by the AIFM’s directors, officers or staff or third parties for whom the AIFM has vicarious liability. However, it still foresees insurance coverage for risks in relation to improper valuation, business disruption and system failures which are difficult to be insured in practice. The minimum coverage of the insurance for each claim must at least equal the higher of the following amounts:

- a) 0.75 % of the amount by which the value of the portfolios of the AIFM exceeds €250 million, up to a maximum of €20 million;
- b) €2 million.

The minimum coverage of the insurance for all claims in aggregate per year must at least equal the higher of the following amounts:

genannten Betrag sein:

(a) 1% des Betrags, der den Wert des Portfolios des AIFM in Höhe von € 250 Millionen übersteigt, höchstens jedoch € 25 Millionen;

(b) €2,5 Millionen;

(c) den Betrag der zusätzlichen Eigenmittel (siehe unten).

In Bezug auf die Alternative, zusätzliche Eigenmittel (in bar) vorzuhalten hat ESMA generell die von der Branche präferierte Option übernommen, **auf einen Prozentsatz (0,01%) des Portfoliowertes des von dem AIFM verwalteten AIF abzustellen („quantitative Methode“)**. Das Konsultationspapier stellt den durch eine solche quantitative Methode ermittelten Betrag unter den Vorbehalt, dass sich nach der sog. **„qualitativen Methoden“** keine zusätzlichen Mittel ergeben (die qualitative Methode ergibt sich aus CRD Richtlinie, die auf Kreditinstitute (!!) anzuwenden ist). Gemäß diesem Text sind die zusätzlichen Eigenmittel unter Berücksichtigung der Risiken festzulegen, die für den AIFM bestehen. Solche Regeln schaffen erhebliche Rechtsunsicherheit, da es unklar ist, ob die zusätzlichen Eigenmittel, die sich nach oben dargestellten quantitativen Formel berechnet, ausreichend sind oder ob weitere Kapitalanforderungen nach der qualitativen Methode entstehen können. In unseren Diskussionen mit ESMA haben wir eine Streichung der Referenz auf die qualitative Methode gefordert. In ihrem Abschlussbericht macht ESMA einen (scheinbaren) Kompromiss: Bezogen auf die qualitativen Anforderungen erklärt ESMA: „Auf Grundlage des festgesetzten Risikoprofils hat der AIFM sicher-

(a) 1 % of the amount by which the value of the portfolios of the AIFM exceeds €250 million up to a maximum of €25 million;

(b) €2.5 million;

(c) the amount of additional own funds (see below).

With respect to the alternative of keeping additional own funds (in cash) ESMA has generally adopted the industry's preferred option to base the **amount of additional own funds on the value of the portfolio of AIF managed by the AIFM (i.e. 0.01% of the value of the portfolios managed by the AIFM) (“quantitative method”)**. The Consultation Paper (inspired by rules under CRD Directive applicable to credit institutions (!!)) stated that the amounts determined under the quantitative method were subject to the so called qualitative method according to which the additional own funds are determined in light of the risks to which an AIFM is exposed. These rules give rise to legal uncertainty as it is unclear whether the additional own funds as calculated according to the quantitative formula set forth above will be sufficient or whether further capital requirements may be imposed under the qualitative method. In our discussions with ESMA we had requested a deletion of the reference to the qualitative method. In its Final Report ESMA seems to provide for a compromise: Referring to the qualitative requirements ESMA states: “*On the basis of the assessed risk profile, the AIFM has to ensure that liability risks arising from professional negligence are covered by own funds (calculated according to [the quantitative method in] Box 7) or professional indemnity insur-*

zustellen, dass Haftungsrisiken, die sich aus der beruflichen Sorgfalt ergeben, durch Eigenmittel (berechnet gemäß [der quantitativen Methode in] Box 7) oder durch eine Berufshaftpflichtversicherung (berechnet nach Box 8) oder durch eine Kombination aus beiden Methoden (berechnet nach Box 9) zu jeder Zeit abgedeckt sind. ... Die zuständige Behörde des Heimatmitgliedstaats des AIFM kann dem AIFM erlauben, den quantitativen Prozentsatz auf 0,008 % zu reduzieren [gemäß der **quantitativen** Methode], wenn der AIFM nachweisen kann – auf der Grundlage von historischen Verlustdaten gemäß Box 6 und einer Mindestdauer einer historischen Beobachtung von drei Jahren [qualitative Methode] – dass sein Haftungsrisiko gemäß Box 5 angemessen erfasst ist. Im Gegenzug kann die zuständige Behörde die zusätzlichen Eigenmittel anheben, wenn sie nicht ausreichen, um das Haftungsrisiko aus der Verletzung beruflicher Sorgfaltspflichten angemessen zu erfassen”.

Daher wird die quantitative Methode und die BHV im Allgemeinen als Mindestanforderung angesehen, wobei ein höherer Maßstab auferlegt werden kann, wenn die Aufsichtsbehörde gemäß der qualitativen Methode die Risiken höher einschätzt.

2. Übertragung

Der Abschlussbericht von ESMA trifft nähere Vorgaben in Bezug auf diejenigen Bedingungen, unter denen eine Auslagerung von Funktionen des AIFM zulässig ist. Die endgültigen Empfehlungen weichen nicht wesentlich von den Konsultationspapieren ab. So wurde insbesondere in Bezug auf die Auslagerung des

ance (calculated according to Box 8) or a combination of both methods (calculated according to Box 9) at all times. ... The competent authority of the home Member State of the AIFM may authorize the AIFM to lower the quantitative percentage [under the quantitative method] to 0.008% [based upon the **quantitative method**], provided that the AIFM can demonstrate – based on its historical loss data according to Box 6 and a minimum historical observation period of three years [**qualitative** method] – that liability risk according to Box 5 is adequately captured. Conversely, the competent authority may raise the additional own funds requirements if they are not sufficient to capture liability risk arising from professional negligence”.

Hence, the requirements pursuant to the quantitative method and PII are generally considered a minimum and higher capital requirements may be imposed if under the qualitative methods the regulatory authority considers the risks to be higher.

2. Delegation

ESMA final recommendations set out details of the conditions under which a delegation of functions by the AIFM is possible. The final recommendations do not substantially divert from the consultation paper. In particular with respect to the delegation of portfolio management and risk management functions it is clarified that such delegation is

Portfoliomanagements und des Risikomanagements klarge stellt, dass diese nur erfolgen darf an einen anderen, externen AIFM im Sinne der AIFM-Richtlinie, einer nach MiFID in Bezug auf die Portfolioverwaltung zugelassenen Wertpapierfirma, einem nach der Richtlinie 2006/48/EG zugelassenen Kreditinstitut, das nach MiFID über die Erlaubnis zur Erbringung der Portfolioverwaltung verfügt, oder einer nach der UCITS-Richtlinie zugelassenen Managementgesellschaft. **Ferner wird klarge stellt, dass der AIFM aufgrund der Auslagerung nicht zu einem bloßen Briefkastenunternehmen degradieren darf.** Dies wäre dann der Fall, wenn (i) der AIFM nicht mehr in der Lage wäre, die ausgelagerten Tätigkeiten wirksam zu überwachen und die mit der Auslagerung verbundenen Risiken zu überwachen, oder (ii) wenn der AIFM die Entscheidungsgewalt über wesentliche Schlüsselbereiche verlieren würde, die in den Verantwortungsbereich des oberen Managements fallen.

Im Falle einer Auslagerung des Portfoliomanagements oder des Risikomanagements auf Unternehmen mit Sitz in einem Drittstaat müssen für deren Zulässigkeit auch weiterhin eine Reihe von Kriterien erfüllt sein. Insbesondere fordert ESMA auch in dem Abschlussbericht das Vorliegen einer schriftlichen Vereinbarung zwischen der zuständigen Aufsichtsbehörde des Herkunftsmitgliedstaats des AIFM bzw. ESMA und der Aufsichtsbehörde des Staates, an den die Auslagerung erfolgt. Diese schriftliche Vereinbarung hat etwa Kontrollen vor Ort, den Austausch von Informationen und das Vorhandensein von hinreichend abschreckenden Durchsetzungsmaßnahmen vorzusehen

generally only possible to another, externally-appointed AIFM authorized under the AIFMD, an investment firm authorized under MiFID to perform portfolio management, a credit institution authorized under Directive 2006/48/EC having the authorization to perform portfolio management under MiFID or management companies under the UCITS Directive. **Moreover, it is clarified that a delegation cannot have as effect that the AIFM is only a letter-box entity.** This would be the case if (i) the AIFM is no longer able to supervise the delegated tasks effectively and to manage the risks associated with the delegation or (ii) when the AIFM no longer has the power to take decisions in key areas that fall under the responsibility of the senior management or to perform senior management functions.

In case of a delegation of portfolio management or risk management conferred on third-country undertakings, still a number of conditions would have to be satisfied in order for such a delegation to take place. In particular, also the ESMA final report suggests the existence of a written agreement between the competent authorities of the home Member State of the AIFM or ESMA and the supervisory authorities of the undertaking to which delegation is conferred. The written agreement should cover such areas as on-site inspections, exchange of information and the existence of sufficiently dissuasive enforcement actions (for details see Box 68). Where the delegation concerns portfolio management or risk management, the

(vgl. in Bezug auf Details Box 68). Sofern die Auslagerung des Portfoliomanagement oder das Risikomanagement betrifft, werden die nach Artikel 20 (1)(c) gestellten Anforderungen dann von einem Unternehmen mit Sitz in einem Drittstaat als erfüllt angesehen, wenn dieses Unternehmen nach den dortigen Voraussetzungen für das Portfoliomanagement zugelassen oder registriert ist und eine wirksame Überwachung einer unabhängigen Aufsichtsbehörde besteht. **An dem Erfordernis eines mit dem EU-Recht gleichwertigen Aufsichtsregimes wird nicht mehr explizit festgehalten.**

3. Risikomanagement

ESMA's endgültige Empfehlungen bezüglich des durch den AIFM einzurichtenden Risikomanagements **beinhalten keine substantiellen Änderungen zu den Vorschlägen zu Durchführungsmaßnahmen aus diesem Sommer.** Risikomanagementanforderungen beinhalten insbesondere Due Diligence Anforderungen, die Identifizierung von potenziellen Risiken und Risikobeschränkungen und Managementmaßnahmen, die sich mit solchen Risiken beschäftigen und schließlich eine Trennung von Risikomanagementfunktionen bzw. eine unabhängige Durchführung von Risikomanagementaktivitäten. Insbesondere eine solche Trennung der Risikomanagementfunktionen kann in der Praxis schwierig zu erreichen sein.

IV. Verwahrstellen

Die AIFM-RL trifft die Unterscheidung zwischen der Verwahrung von depotfähigen Finanzinstrumenten und der Übertragung von Eigentum

third country undertaking should be deemed to satisfy the requirements under Article 20(1)(c) when it is authorized or registered for the purpose of asset management based on local criteria and is effectively supervised by an independent authority.

ESMA no longer explicitly requires that the local criteria must be equivalent to those established under EU legislation.

3. Risk Management

ESMA's final recommendations regarding risk management to be put in place by the AIFM **do not include any substantial changes to the proposal of the implementing measures of this summer.** Risk management requirements include in particular heavy due diligence requirements, identification of potential risk exposures and risk limits and management policies dealing with such risks and finally a separation of risk management functions or independent performance of risk management activities. In particular such separation of risk management functions may be difficult to achieve in practice.

IV. Depositaries

The AIFM-D differentiates between custody functions relating to financial instruments which can be held in custody and transfer of ownership func-

an sonstigen Vermögensgegenständen (einschließlich Finanzinstrumenten, die nicht depotfähig sind). Sowohl in den Konsultationspapieren als auch im Abschlussbericht trifft ESMA die Aussage, dass solche Finanzinstrumente, die unmittelbar beim Emittenten selbst oder seinem Agenten (z.B. ein Registerführer oder ein Transfer Agent) auf den Namen des AIF registriert sind, keine depotfähigen Finanzinstrumente sind, sofern sie der Verwahrstelle nicht physisch geliefert oder direkt oder indirekt auf einem Konto im Namen der Verwahrstelle gehalten werden können. Es bleibt abzuwarten, ob dies in Bezug auf vom AIF erworbene, nicht gelistete Anteile bedeutet, dass diese als Finanzinstrumente in diesem Sinne behandelt werden können. In den erläuternden Ausführungen stellt ESMA klar, dass Investments in privat geführten Gesellschaften sowie Anteile in Personengesellschaften keine depotfähigen Finanzinstrumente sind. Diesem Aspekt sollte weitere Aufmerksamkeit geschenkt werden, da die Anforderungen an die Verwahrstelle in den Fällen weitergehen, in denen die Finanzinstrumente als depotfähig erachtet werden.

Ein wesentlicher Aspekt, der eingehend diskutiert wurde, betrifft die Aufgaben und Funktionen der Verwahrstelle. Nach Level I hat die Verwahrstelle Aufsichtsfunktionen, Cash-Monitoring Funktionen und Nachprüfungspflichten bezüglich Eigentümerstellungen wahrzunehmen. Es gab diesbezüglich intensive Erörterungen in Bezug auf die Frage, ob diese Pflichten ex ante oder ex post ausgeübt werden müssen. ESMA hat **keine ex ante Kontrolle** im Hinblick auf Cash Monitoring vorgesehen, aber das Ziel ist, eine Verpflichtung des AIFM sicherzustellen,

tions regarding other assets (including financial instruments which cannot be held in custody). Both in the Consultation Papers and the final recommendation ESMA states that financial instruments which are directly registered with the issuer itself or its agent (e.g. a registrar or a transfer agent) in the name of the AIF should not be financial instruments which can be held in custody unless they can be physically delivered to the depositary or held in an account directly or indirectly in the name of the depositary. It remains to be seen whether this means that unlisted shares acquired by the AIF could be considered as financial instruments for such purposes. In the explanatory text ESMA clarifies that investments in privately held companies and interests in partnerships are not financial instruments which can be held in custody. This aspect should be given further attention as the requirements for the depositary go further in case the AIF is considered to hold financial instruments which can be held in custody.

One important issue that was discussed was the role and functions of the depositary. According to the Level I text the depositary must assume oversight functions, cash monitoring and verification of ownership functions. It was heavily discussed whether these functions apply on an ex ante or on an ex post basis. ESMA does **not impose any ex ante control** with respect to cash monitoring, but it aims to have a strong requirement on the AIFM to ensure the depositary has access to all information related to each cash account (Box 77). In the Final Paper ESMA recommends that the deposita-

dass die Verwahrstelle alle Informationen in Bezug auf Cash Transaktionen erhält (Box 77). Im Abschlussbericht schlägt ESMA vor, dass die Verwahrstelle sicherstellen muss, dass ausreichend Verfahren installiert sind, die es ihr erlauben, die Geldflüsse angemessen und periodisch zu kontrollieren (Box 78).

Erfreulicherweise hat ESMA die Option entfernt, dass die Verwahrstelle jede Transaktion buchhalterisch spiegeln muss, um die Überprüfung der Eigentümerposition sicherzustellen.

In ihrem Abschlussbericht schlägt ESMA nicht mehr vor, dass in Bezug auf AIFs, die in illiquide Vermögensgegenstände investieren, eine ex ante Überwachungspflicht ratsam sei. Im Gegenteil stellt sie jetzt klar, dass das Erfordernis an einer ex ante Kontrolle in den meisten Fällen nicht erfüllt werden kann. Insofern stellt die Empfehlung einen Grundsatz dar, der darin besteht, ein Verfahren auf einer ex post Basis zu etablieren, um „in den meisten Fällen“ die Einhaltung des AIF mit anzuwendenden Recht und den AIF Regeln sicherzustellen. **ESMA stellt darüber hinaus klar, dass die Verwahrstelle nicht gehindert ist, eine ex ante Kontrolle anzuwenden, wenn es als angemessen erachtet wird und im Einverständnis mit dem AIFM erfolgt (Ziffer V.IV. Nr. 40 und Nr. 56).**

Leider hat ESMA nicht die von der Branche geäußerten Ersuchen, im Hinblick auf die Bestandsschutzfunktionen der Depotbank keine Durchschau durch SPVs zugrundelegen, be-

ry must ensure that there are procedures in place to appropriately monitor and review periodically the AIF's cash flow (Box 78).

Fortunately, ESMA has removed the option that the depositary shall mirror every transaction in a record keeping system to ensure the verification of ownership.

In its Final Report ESMA no longer suggests that with respect to AIF's investing in illiquid assets an ex ante oversight duty may be advisable. On the contrary it now clarifies that an ex ante control requirement would not be possible to be met in most cases which is why the advice sets out a general principle which consist of setting up a procedure to verify on an ex post basis “in most cases” the compliance of the AIF with applicable law and the AIF rules. **However, ESMA also clarifies that the depositary is not prevented from adopting an ex-ante control where it deems appropriate and in agreement with the AIFM (section V.IV. no. 40 and no. 56).**

Unfortunately ESMA has not taken into account the requests expressed by the industry not to look through with respect to the safekeeping function of the depositary to verify the valid transfer of owner-

rücksichtigt. In Bezug auf die Aufgabe der Verwahrstelle, den rechtsgültigen Eigentumsübergang der durch den AIF erworbenen Vermögensgegenstände zu überprüfen, stellt ESMA vielmehr in **ihrem Abschlussbericht klar, dass diese Bestandsschutzaufgaben auf Basis einer Durchschau auf die zugrundeliegenden Vermögensgegenstände, die direkt oder indirekt von dem AIF oder dem AIFM auf Rechnung des AIF über finanzielle und/oder rechtliche Strukturen gehalten werden, anzuwenden sind.**

Ferner bleibt ESMA in seinem Abschlussbericht den bereits in ihren Konsultationspapieren vertretenen Ansichten verhaftet, wonach die Verwahrstelle sicherzustellen hat, dass Verfahren etabliert werden, nach denen so aufgelistete Vermögensgegenstände nicht umgeschrieben, übertragen, ausgetauscht oder geliefert werden können, ohne dass die Verwahrstelle oder ihr Beauftragter über diese Transaktion informiert wurde.

V. Hebelfinanzierung

Die AIFM-RL sieht die Anwendung von bestimmten speziellen Anforderungen für solche AIFM vor, die AIFs verwalten, bei denen Hebelfinanzierungen eingesetzt werden. In diesem Zusammenhang war ein heftig diskutiertes Thema, welches (überraschenderweise) in der Vorkonsultationsphase aufkam, nämlich die Frage danach, ob ein PE-AIF als ein AIF angesehen werden sollte, welcher Hebelfinanzierungen verwendet, weil oftmals eine Finanzierung bei der Holdinggesellschaft des Portfoliounternehmens eingesetzt wird. Die Diskussionen waren über-

ship of the assets acquired by the AIF. **ESMA clarifies in its final advice that the depositary's safekeeping duties apply on a look-through basis to underlying assets held** by financial and/or legal structures controlled directly or indirectly by the AIF or the AIFM on behalf of the AIF.

Moreover, ESMA sticks to its advice in the consultation paper pursuant to which the depositary should ensure that there are procedures in place so that assets so registered cannot be assigned, transferred, exchanged or delivered without the depositary or its delegate having been informed of such transactions.

V. Leverage

The AIFM-D foresees certain special requirements applicable to AIFM managing AIFs employing leverage. One topic which (surprisingly) came up in the pre-consultation phase was the question whether a PE-AIF should be considered as an AIF using leverage due to the fact that often financing is employed by the underlying holding company holding the shares in the portfolio company. The debate was surprising given that Article 4(1)(v) AIFM-D clearly defines leverage as *any method by which the AIFM increases the exposure of an AIF*. Pursuant to this definition, a PE-AIF should not be

raschend, da Artikel 4(1)(v) AIFM-RL Hebelfinanzierung definiert als *jede Methode, mit der ein AIFM das Risiko eines AIF erhöht*. Gemäß dieser Definition müsste ein PE-AIF nicht als fremdfinanziert gelten, da Fremdmittelaufnahmen auf Ebene der Holdinggesellschaft die Risiken des AIF in keinster Weise erhöhen.

ESMA scheint diese Ansicht zu bestätigen, indem sie klarstellt, **dass bei der Risikoberechnung durch Holdingstrukturen [nur] dann „durchgeschaut“ werden soll, wenn diese Strukturen durch überkreuzende Sicherheiten oder Garantien** auf den AIF zurückgreifen können (Ziffer VI. Nr. 15). Daher scheint es so zu sein, dass solche Finanzierungen auf Ebene der Holdinggesellschaft zu recht nicht berücksichtigt werden, wenn der AIF selbst keine Garantien oder Kreditsicherheiten gewährt. Das gleiche scheint sich aus dem vorgeschlagenen Legislativtext in Box 94 des Abschlussberichts zu ergeben, wonach es heißt, *„Risiken, die einer finanziellen und/oder rechtlichen Struktur, welche Dritte einbindet, inne wohnen, sollten in die Berechnung des Risikos einbezogen werden, wenn die betreffende Struktur, speziell eingerichtet ist und direkt oder indirekt das Risiko auf Ebene des AIF erhöht“*. Jedoch ist die Bedeutung des folgenden Satzes in dieser Box bislang unklar: *„Für AIFs, deren Hauptinvestmentpolitik der Erwerb der Kontrolle von ungelisteten Gesellschaften oder Emittenten ist, muss der AIFM in seine Berechnung des Risikos keine Hebelfinanzierung einbeziehen, die auf Ebene dieser ungelisteten Gesellschaften und Emittenten besteht.“* Es stellt sich die (sicher ungewollte) Frage, ob im Fall der Investition in Minderheitsbeteiligungen von Portfoliogesellschaften die Kre-

considered leveraged as borrowing at the level of the holding entity is not exposing the AIF in any way.

ESMA seems to confirm this view in its final recommendations **by clarifying that when calculating exposure, it shall be “looked through” corporate structures [only] to the extent that those structures have recourse to the AIF via cross-collateralization** or guarantees (section VI. no. 15). It seems therefore that where the AIF itself does not provide guarantees or collateral for any borrowing at the holding vehicle level, such financing would rightly not be considered. The same seems to result from the proposed legislative text in Box 94 of the Final Report which reads *“exposure which is contained in any financial and/or legal structure involving third parties controlled by the relevant AIF should be included in the calculation of the exposure where the structure referred to are specifically set up directly or indirectly increase the exposure at the level AIF”*. However, the meaning of the following sentence in this same Box is yet unclear: *“For AIFs whose core investment policy is to acquire control of non-listed companies or issuers AIFM should not include in the calculation of exposure any leverage that exists at the level of those non-listed companies and issuers.”* It triggers the (surely unintended) question whether in case of the investment in minority stakes in portfolio companies any borrowings at the level of the portfolio company need to be included. One reason for this somewhat misleading language may be ESMA’s concern of regulatory

ditaufnahme auf der Ebene der Portfoliogesellschaften einbezogen werden müssen. Ein Grund für diesen irritierenden Zusatz kann ESMA's Anliegen der Vermeidung von Regulierungsarbitrage sein, welche sie in Bezug auf speziell eingerichtete finanzielle und/oder rechtliche Strukturen sieht (Ziffer VI. Nr. 24).

Erfreulich ist die Klarstellung durch ESMA in ihrem Vorschlag eines Legislativtextes (Box 94 Nr. 5), **wonach die Vereinbarungen zur Kreditaufnahme, in die der AIF eingetreten ist, ausgeschlossen sind, wenn diese vorübergehender Art sind und sich auf das Zeichnungskapital von Investoren bezieht, das von diesem vollständig abgedeckt ist. In ihren Anmerkungen stellt ESMA klar, dass dies nicht revolving Kreditverträge beinhalten würde.**

VI. Zusammenfassung

Der Abschlussbericht brachte einige Verbesserungen und scheint in Bezug auf einige Aspekte der BHV, die Klarstellung bezüglich ex post Kontrolle durch Verwahrstellen, und die Klarstellungen zu Kreditaufnahme auf Ebene von der Erwerbsgesellschaft in die richtige Richtung zu gehen, obwohl der Entwurf manchmal irreführend und in den meisten Fällen nicht so eindeutig ist, wie er sein könnte. Andere Punkte müssen weiterhin geprüft und diskutiert werden.

Zu beachten ist, dass wichtige Fragen der AIFM-RL, die nicht Gegenstand der technischen Maßnahmen nach Level II sind, weiterhin offen bleiben. Einige werden durch ESMA außerhalb des Level II-Prozesses zu konkretisieren sein. Ande-

arbitrage which it sees in relation to financial and/or legal structure involving third parties controlled by an AIF (section VI. no. 24).

A clear improvement is the clarification brought forward by ESMA in its Final Report (Box 94 no. 5) **pursuant to which borrowing arrangements entered into by the AIF are excluded if these are temporary in nature and relate to and are fully covered by capital commitments from investors in its explanatory notes ESMA clarifies that this would not include revolving credit facilities.**

VI. Conclusion

The Final Report brought some improvement and seems to be going in the right direction with respect to certain aspects of PII, the clarification of ex post control by the depositary, the clarification that borrowing at SPV level not exposing the AIF is generally not considered as leverage although the drafting often is not as clear as it could be and sometimes misleading. Other points still need be further looked into and debated.

Finally, important questions arising under the AIFM-D which are not subject to Level II technical measures still remain open. Some will be subject to further guidance to be issued by ESMA (outside the Level II process); others will be further clarified

re hingegen werden im Rahmen der nationalen Umsetzung und/oder der Schaffung einer Verwaltungspraxis durch die nationalen Aufsichtsbehörden konkretisiert. Unter solchen offenen Fragen befinden sich insbesondere die Behandlung der Limited Partnership-Strukturen als interne oder externe AIFMs, die Bestimmung des AIFM in einer klassischen geschlossenen Partnerschaftsstruktur, die genaue Auslegung von „geschlossenen“ Fonds (für die die AIFM-RL bei verschiedenen Gelegenheiten spezielle Regensvorsieht) und der Anwendungsbereich für Bestandsschutzregeln für geschlossene Fonds. Die Regeln etwa zur Vergütung bleiben hingegen weiterhin Gegenstand weiterer Anleitung durch die ESMA.

Wir werden Sie weiterhin auf dem Laufenden halten und möchten Ihre Aufmerksamkeit auf **das nächste Funds Forum Frankfurt richten, das am 1. Dezember 2011 stattfinden wird.**

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

Mit freundlichen Grüßen
P+P Pöllath + Partners

in the course of the implementation into national laws and/or the by the national regulatory authorities. Among such open questions are in particular the treatment of limited partnership structures as internal or external AIFMs, the determination of the AIFM in a classical closed ended partnership structure, the exact interpretation of “closed-ended” funds (for which the AIFM-D foresees special rules at several occasions) and the scope of the grandfathering for closed ended funds. The rules on compensation on the other hand still remain subject to further guidance to be issued by ESMA.

We will further keep you posted and already draw your attention to the next **Funds Forum Frankfurt which will take place on December 1, 2011.**

For questions on this client information please do not hesitate to contact one of the lawyers listed below.

Best regards
P+P Pöllath + Partners

Frankfurt

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

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

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

Berlin

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

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



Jin-Hyuk Jang
+49 (69) 247047 – 16
jin-hyuk.jang@pplaw.com