

AN:	Mandanten	TO:	Clients
VON:	P+P Pöllath + Partners	FROM:	P+P Pöllath + Partners
DATUM:	14. Juli 2011	DATE:	July 14, 2011
ZU:	ESMA Konsultationspapier (ES-MA/2011/209) zu dem Entwurf des technischen Ratschlags zu möglichen Durchführungsmaßnahmen hinsichtlich der AIFM-RL	RE:	ESMA Consultation Paper (ES-MA/2011/209) on draft technical advice on possible implementing measures of the AIFM-D

Die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde („**ESMA**“) hat am 13. Juli 2011 ein Konsultationspapier (das „**Konsultationspapier**“ oder „**KP**“) veröffentlicht, welches ESMA's Entwurf des technischen Ratschlags zu Level 2 Maßnahmen hinsichtlich der Richtlinie zu Managern alternativer Investmentfonds („**AIFM-RL**“) beinhaltet. Das Konsultationspapier ist eine Antwort auf die Anfrage zur Unterstützung der Europäischen Kommission an die ESMA-Vorgängerin CESR vom 2. Dezember 2010 (die „**Kommissionsanfrage**“). Die AIFM-RL ist zwischenzeitlich im offiziellen Amtsblatt der Europäischen Union veröffentlicht worden und wird am 21. Juli 2011 in Kraft treten.

P+P berät die European Venture Capital Association technische Vorschläge bei der Beantwortung des Konsultationspapiers zur Verfügung und begrüßen jede Ihrer Anmerkungen. Die Frist für die Abgabe der Anmerkungen zu dem Konsultationspapier läuft am 13. September 2011 ab. ESMA hat ihren endgültigen Ratschlag bis zum 16. November 2011 an die Europäische Kommission abzugeben.

On July 13, 2011, the European Securities and Markets Authority (“**ESMA**”) issued a consultation paper (the “**Consultation Paper**” or “**CP**”) which provides ESMA's draft technical advice on Level II measures concerning the Directive on Alternative Investment Fund Managers (“**AIFM-D**”). The Consultation Paper is a response to the European Commission's request for assistance to ESMA's predecessor CESR as of December 2, 2010 (the “**Commission's Request**”). The AIFM-D was recently published in the Official Journal of the European Union and will enter into force on July 21, 2011.

P+P is assisting the European Venture Capital Association in drafting answers to the Consultation Paper and welcome any comments you may have. The deadline for contributing comments on the Consultation Paper expires on September 13, 2011. ESMA has to deliver its final advice to the European Commission by November 16, 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

Das Konsultationspapier deckt drei von vier Bereichen ab, die in der Kommissionsanfrage identifiziert worden sind, und stellt dazu konkrete Fragen:

- allgemeine Vorschriften (einschließlich Anwendungsbereich/Ausnahmen), Zulassung und operative Anforderungen;
- Verwahrstellen; und
- Transparenz (einschließlich Jahresbericht und Informationspflichten gegenüber Anlegern) und Hebelfinanzierung (einschließlich Methoden der Berechnung von Hebelfinanzierung und das Risiko für den AIF).

Laut ESMA wird der vierte Bereich bezüglich der „Aufsicht“ auch die Drittstaaten-Regelungen abdecken. Dieser vierte Bereich wird in einem separaten Konsultationspapier später in diesem Sommer veröffentlicht (wenngleich die Passportregelungen für die Drittstaaten unter Umständen noch nicht abgedeckt werden).

Wir werden in den kommenden Tagen eine detailliertere Zusammenfassung der ESMA Vorschläge in Tabellenform versenden. In der Zwischenzeit finden Sie im Folgenden eine kurze Zusammenfassung zu dem ESMA-Entwurf des technischen Ratschlags bezüglich wesentlicher Bestandteile der Level II Themen, die der Private Equity („PE“)-Branche während der Konsultationsphase große Sorgen bereitet haben.

I. Introduction

The Consultation Paper covers the following three out of four parts identified in the Commission’s Request and raises specific questions relating thereto:

- general provisions (including scope/exemption), authorization and operating conditions;
- depositaries; and
- transparency (including annual reporting and disclosure to investors) and leverage (including methods for calculating the leverage and the exposure of the AIF).

Pursuant to ESMA, the fourth part relating to “Supervision” will also deal with the third country rules. Such fourth part will be launched in a separate consultation paper later in this summer (although the third country passport rules may not yet be covered).

We will be circulating within the next few days a more detailed summary of the ESMA proposals in table format. In the meantime, please find hereafter a short summary of the ESMA draft technical advice relating to the key elements of the Level II topics which have given rise to great concern of the private equity (“PE”) industry throughout the call of evidence phase.

II. Anwendungsbereich: Definition von „verwaltete Vermögenswerte“ zur Bestimmung der Ausnahme des Artikel 3 AIFM-RL

Zur Bestimmung der verwalteten Vermögenswerte gemäß Artikel 3(2) AIFM-RL bezieht sich die ESMA in ihrem KP auf den „total value of assets“-Ansatz. Jedoch berücksichtigt die ESMA auch andere Methoden, die sich etwa nach den Anschaffungskosten der gehaltenen Vermögenswerte richten (Ziffer III.I.7 des KP) und wirft die Frage auf, ob die Berechnung des Nettoinventarwertes eine geeignete Maßnahme im PE-Bereich ist und welche alternativen Ansätze in Betracht kommen können (Q3 des KP).

ESMA schlägt ferner vor, dass bei der Berechnung des „total value of assets“-Ansatzes die Vermögensgegenstände zu berücksichtigen sind, die mit Hebelfinanzierungen erworben wurden, d.h. also durch Anwendung der Bruttomethode unter Berücksichtigung von Fremdkapital (Box 2 und 95 des KP). ESMA scheint hierbei auf Hebelfinanzierungen Bezug zu nehmen, „*die das Risiko des AIF erhöhen*“. Dies würde bedeuten, dass jede Kreditaufnahme auf Ebene der Holdinggesellschaft nicht in die Berechnung des „total value of assets“-Ansatzes einzubeziehen wäre. Es wäre aber problematisch, falls – entgegen unserer Auffassung – solche Darlehensaufnahmen (die nicht die Risiken des AIF erhöhen) bei der Berechnung mit einbezogen würden.

Darüber hinaus schlägt ESMA vor, dass der AIFM einzuschätzen hat, wenn der gesamte Wert des Portfolios den Schwellenwert überschreitet und diese Überschreitung als nicht nur

II. Scope: Definition of “Assets under Management” for Purposes of the Exemption in Article 3 AIFM-D

In order to identify the assets under management pursuant to Article 3(2) AIFM-D, ESMA refers in its Consultation Paper to the “total value of assets” approach. However, ESMA considered other methods, such as acquisition cost of assets held (section III.I.7 of CP), and raised the question whether the net asset value calculation is an appropriate measure in a PE context and what alternative approaches there may be (Q3 of CP).

ESMA further proposes that the calculation of the “total value of assets” shall include assets acquired through leverage, i.e. using the gross method of calculating the exposure of the AIF including any borrowing (Box 2 and 95 of CP). ESMA seems to refer to leverage “*which exposes the AIF*”. This would mean that any borrowing at the level of the holding vehicle should not be included for purposes of calculating the “total value of assets”. If – against our reading – such acquisition borrowing (which does not expose the AIF) were meant to be included in the value of the asset that would be problematic.

Moreover, ESMA suggests that the AIFM assesses situations where the “total value of assets” exceeds the thresholds and it is considers such excess not to be of a temporary nature. ESMA

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 Ziffer 5.(b) des KP). ESMA schlägt hierzu vor, dass der Wert auf vierteljährlicher Basis überprüft werden soll (Ziffer III.1.9 des KP). Falls ein NAV-Ansatz gewählt würde und auf vierteljährlicher Basis eine Überprüfung (also im Ergebnis eine Bewertung) stattzufinden hätte, wäre dies sicherlich vor allem für Manager kleinerer PE-Fonds schwierig, die nach dem ursprünglichen Zweck gerade von Erleichterungen profitieren sollen.

III. Allgemeine operative Bedingungen

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

Artikel 9 AIFM-RL schreibt ein Anfangskapital von mindestens EUR 125.000 für externe AIFM und von EUR 300.000 für „interne AIFM“ (AIFM, die identisch mit den von ihnen verwalteten AIF sind) vor, zuzüglich 0,02 % des Betrags, um den der Wert des Portfolios des AIFM EUR 250 Mio. übersteigt, keinesfalls jedoch weniger als 25 % der fixen Gemeinkosten (Artikel 9(5) AIFM-RL), gedeckelt auf EUR 10 Mio. Dieses Kapital muss gänzlich in Barpositionen gehalten werden (Artikel 9(8) AIFM-RL). ZUSÄTZLICH zu diesen Beträgen schreibt Artikel 9(7) AIFM-RL vor, eine Berufshaftpflichtversicherung („BHV“) abzuschließen ODER weitere Eigenmittel vorzuenthalten (ebenfalls in Barpositionen). Diese zusätzlichen Eigenmittelanforderungen wurden stark von der PE-Branche kritisiert. In Bezug auf

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 section 5.(b) of CP). ESMA proposes that the value should be monitored on a quarterly basis (section III.1.9 of CP). If any NAV based approach were chosen such quarterly “monitoring” (leading eventually to quarterly valuation) would certainly be difficult especially for the smaller PE fund manager who were meant to be protected by such exemption in the first place.

III. General Operating Conditions

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

Article 9 AIFM-D provides for minimum capital requirements including a fix amount, i.e. EUR 125,000 for external and EUR 300,000 for “internal AIFM” (i.e. AIFM which are identical to the AIF they manage) which are at the same time an AIF, plus 0.02% of the value of the portfolios of the AIFM exceeding EUR 250 million but in no event less than 25% of the fixed overhead costs (Article 9(5) AIFM-D) with a cap of EUR 10 million. All such capital needs to be held in cash (Article 9(8) AIFM-D). IN ADDITION to these amounts, Article 9(7) AIFM-D imposes the requirements to have a professional indemnity insurance in place (“PII”) OR to have additional own funds (also to be held in cash). These additional capital requirements were heavily criticized by the PE industry. It is with respect to such PII and additional own funds that

die BHV und das Erfordernis zusätzlicher Eigenmittel wurde ESMA gebeten, weitere Details auszuarbeiten. ESMA unterbreitet in dem KP eine Methode zur Berechnung der zusätzlichen Eigenmittel unter Berücksichtigung qualitativer und quantitativer Anforderungen (Box 7 und 8 des KP).

Die qualitative Anforderungen beinhalten:

- die Umsetzung effektiver interner betrieblicher Risikomanagement-Strategien und -verfahren durch den AIFM, um operationelle Risiken einschließlich Haftungsrisiken angemessen zu identifizieren, zu messen, zu steuern und zu überwachen;
- die Aufzeichnung aller operationeller Fehler und eingetretener Verluste sowie eine durch den AIFM einzurichtende Datenbank, die die Verluste historisch aufzeigt;
- innerhalb des Risikomanagements die Nutzung von historischen internen Verlustdaten nebst externen Daten sowie von Analysen und Daten, die das Geschäftsumfeld und das interne Kontrollsystem abbilden;
- die Einführung einer regelmäßigen internen Berichterstattung falls operationelle Risiken entstehen bzw. solche Verluste eintreten;
- die Umsetzung von effektiven Abhilfe-Maßnahmen;
- ordnungsgemäße Dokumentation der operationellen Risikomanagement-Richtlinien und -verfahren durch den AIFM;
- regelmäßige Überprüfung der operationellen Risikomanagement-Richtlinien und -verfahren sowie der Beurteilungskriterien;
- die Aufrechterhaltung ausreichender finanzieller Mittel, welche die Haftungsrisiken auf-

ESMA was asked to provide technical details. In the Consultation Paper ESMA proposes a method for calculating additional own funds providing qualitative and quantitative requirements (Box 7 and 8 of CP).

The qualitative requirements contain:

- the implementation of effective internal operational risk management policies and procedures by the AIFM in order to identify, measure, manage and monitor appropriately operational risk including liability risks to which the AIFM is or could be reasonably exposed;
- the record of any operational failures and loss experience and the set up of an historical loss database by the AIFM;
- within the risk management framework the usage of the historical internal loss data and of external data, scenario analysis and factors reflecting the business environment and internal control systems;
- the implementation of a regular internal reporting if operational risk exposures and loss experience;
- the implementation of procedures for taking appropriate corrective action;
- well documentation of the AIFM's operational risk management policies and procedures;
- regular reviews of the operational risk management policies and procedures and measurements systems;
- the maintenance of adequate financial resources covering liability risk arising from profes-

grund von Sorgfaltspflichtverletzungen jederzeit abdecken, entweder durch Eigenmittel oder durch eine BHV.

ESMA schlägt zwei Optionen vor, um die quantitativen Anforderungen der ergänzenden Eigenmittel für das Haftungsrisiko zu berechnen:

- Option 1: 0,01 % des Wertes des von dem AIFM verwalteten Portfolios des AIF; oder
- Option 2: 0,0015 % des Wertes des vom AIFM verwalteten AIF zzgl. 2 % der maßgeblichen Einkünfte.

Die maßgeblichen Einkünfte werden definiert als die Summe sämtlicher Einkünfte, die aufgrund der kollektiven Portfolioverwaltung vereinnahmt wurden, abzüglich der Summe aller Provisionen und Gebühren, die im Zusammenhang mit der kollektiven Portfolioverwaltung zu zahlen waren, berechnet als Durchschnittswert über drei Jahre. In bestimmten Fällen ist die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaates dazu berechtigt, den für den AIFM geltenden Prozentsatz zu senken (Option 1: von 0,01 % auf 0,008 % des Wertes des Portfolios; Option 2: von 2 % auf 1 % der maßgeblichen Einkünfte).

In Bezug auf die alternativ abzuschließende BHV schlägt ESMA vor, dass die BHV die spezifischen Risiken in Bezug auf betrügerische Handlungen durch „relevante Personen“, Investmentprodukte oder Geschäftspraktiken sowie in Bezug auf Betriebsstörungen, Systemfehler und Prozessführung abzudecken hat. ESMA schlägt auch bezifferte Mindestsummen vor (pro **Einzel**schaden eine Mindestsumme, die höher ist als (i) EUR 2 Mio. oder (ii) 0,75 % des

nal negligence by own funds or PII at all times.

ESMA proposes two options to calculate the quantitative requirements of the additional own funds for liability risk:

- Option 1: 0.01% of the value of the portfolios of AIF managed by the AIFM; or
- Option 2: 0.0015% of the value of the portfolios of AIF managed by the AIFM plus 2% of the relevant income.

The relevant income is considered as the sum of all income received in relation to the collective portfolio management activities of the AIFM subtracting the sum of commission and fees payable in relation to collective portfolio management activities calculated as average over three years.

In certain circumstances the competent authority of the home Member State of the AIFM may authorize the AIFM to lower the percentage with regard to the additional own funds requirement (option 1: from 0.01% to 0.008% of the value of the portfolios; option 2: from 2% to 1% of the relevant income).

With respect to the alternative PII, ESMA proposes that PII should cover specific risks listed and relating to fraud by “relevant persons”, risks in relation to investor products and business practices and risks in relation to business disruption, system failure and process management. ESMA also proposes minimum coverage in numbers (i.e. **per claim** a minimum of the higher of (i) EUR 2 million and (ii) 0.75% of the value of the portfolios exceeding EUR 250 million and **in the aggregate**

EUR 250 Mio. übersteigenden Wertes des Portfolios und betreffend den **Gesamtschaden** eine Summe, die höher ist als (i) EUR 2,5 Mio. und (ii) 1 % des EUR 250 Mio. übersteigenden Wertes des Portfolios und (iii) die erforderlichen zusätzlichen Eigenmittel (siehe oben). Es bedarf der Abklärung mit der Versicherungswirtschaft, ob solche Risiken in der Praxis überhaupt bzw. zu vertretbaren Kosten versicherbar sind.

2. Allgemeine Prinzipien

ESMA empfiehlt allgemeine Prinzipien zur Einhaltung der Sorgfaltspflicht, die ein AIFM zu berücksichtigen hat. Unter anderem soll ein AIFM

- größte Sorgfalt bei der Auswahl und laufenden Überwachung von Investments im besten Interesse des AIF, seiner Anleger und der Integrität des Marktes sicherstellen;
- sicherstellen, dass er angemessene Kenntnis und angemessenes Verständnis über die Vermögensgegenstände besitzt, in die der AIF angelegt ist;
- schriftliche Regeln und Abläufe bezüglich der Sorgfaltspflicht festlegen und effektive Maßnahmen zur Sicherstellung einzuführen, dass Anlageentscheidungen für den AIF in Übereinstimmung mit dem Anlageziel, der Anlagestrategie und, falls anwendbar, den Risikogrenzungen des AIF getroffen werden. Die Verfahren und die Abläufe der Sorgfaltspflicht sollen regelmäßig überprüft und aktualisiert werden.

Zusätzlich zu diesen allgemeinen Prinzipien empfiehlt ESMA bestimmte Sorgfaltspflichten für AIFM, die für AIFs in langfristigen, weniger liqui-

the higher of (i) EUR 2.5 million and (ii) 1% of the value of the portfolios exceeding EUR 250 million and (iii) the required additional own funds (see above). It needs to be checked with the insurance industry whether such risks are at all insurable at reasonable costs in practice.

2. General Principles

ESMA proposes general principles for due diligence which an AIFM has to comply with, inter alia, that AIFM should

- ensure a high level of diligence in the selection and ongoing monitoring of investments, in the best interests of the AIF, its investors and the integrity of the market;
- ensure that it has adequate knowledge and understanding of the assets in which the AIF are invested;
- establish written policies and procedures on due diligence and implement effective arrangements for ensuring that investment decisions on behalf of the AIF are carried out in compliance with the objectives, investment strategy and, where applicable, risk limits of the AIF. The due diligence processes and procedures should be regularly reviewed and updated.

In addition to those general principles, ESMA proposes specific due diligence requirements for AIFM that invests on behalf of AIFs in long dura-

den Vermögensgegenständen investieren:

- AIFM, die AIFs verwalten, die in langfristige, wenig liquide Vermögensgegenstände wie etwa Grundstücke oder Anteile an Personengesellschaften anlegen (wir nehmen an, dass PE Investitionen wie etwa Anteile an nichtbörsennotierten Kapitalgesellschaften auch gemeint sind), führen die Investments typischerweise erst nach einer umfassenden und ausführlichen Due Diligence und nach einer ausführlichen Vertragsverhandlung durch. ESMA empfiehlt, dass die Sorgfaltspflichten auch während der Verhandlungsphase anzuwenden sind.
- AIFMs, die für AIFs in solche bestimmten Vermögensgegenstände anlegen, sollen einen Geschäftsplan aufstellen, der mit der Laufzeit des AIF und den Marktbedingungen in Einklang steht. Sie sollen solch einen Plan aktualisieren, wann immer wesentliche Änderungen in Bezug auf die Anlagestrategie des AIF oder den Marktbedingungen auftreten.
- AIFM soll an seinen Führungsstab den Vorschlag, in eine bestimmte Zielgesellschaft oder in ein bestimmtes Grundstück zu investieren, sowie jeden weiteren Vorschlag hinsichtlich solch einer Anlage während der Laufzeit des AIF unter Hervorhebung der Vor- und Nachteile und der Exitstrategie abgeben.

Darüber hinaus sieht ESMA auch „best execution“ Prinzipien (einschließlich der Handhabung von Handelsaufträgen etc.) basierend auf den bestehenden OGAW-Regeln vor, die auf offene Wertpapierfonds Anwendung finden. Obwohl es heißt, dass der AIFM nicht verpflichtet sein soll, solchen „best execution“ Prinzipien

tion, less liquid assets:

- AIFM managing AIFs which invest in long duration, less liquid assets such as real estate or partnership interests (we assume that it is meant to include also PE type investments like shares in unlisted companies), typically carry out the investments on behalf of the AIF after a comprehensive and detailed due diligence process and an extensive negotiation of the agreement. ESMA considers that the due diligence requirements apply also during the negotiation phase itself.
- AIFMs that invest on behalf of AIFs in such specific assets should set out a business plan consistent with the duration of the AIF and market conditions. They should update such a plan whenever material changes occur in relation to the investment strategy of the AIF or to market conditions.
- AIFM should deliver to its senior management the proposal to invest in a certain target company or real estate highlighting the advantages/disadvantages and the exit strategy as well as any further proposal related to such an investment during the AIF's duration.

In addition, ESMA also foresees best execution principles (including the handling of orders etc.) based upon UCITS rules applicable to open ended mutual type securities funds. Although it is stated that the AIFM should not be obliged to comply with such execution principles whenever there is no choice of different execution venues (Box 14 sec-

nachzukommen, wann immer es keine Wahl zwischen den unterschiedlichen „execution venues“ gibt (Box 14 Ziffer 6. des KP), ist es nicht eindeutig, ob diese Ausnahme wirklich PE-AIFs erfasst. Insbesondere ist unklar, was in diesem Zusammenhang mit dem Begriff „execution venues“ gemeint ist. Gemäß Ziffer IV.II.21. des KP gibt es keine Wahl zwischen verschiedenen „execution venues“, wenn der AIFM z.B. in ein Grundstück oder in Anteile an einer Personengesellschaft investiert und die Anlage nach ausführlichen Verhandlungen über die Bedingungen des Vertrages vorgenommen wurde. Die Anlage in nichtbörsennotierte Kapitalgesellschaften, die typisch für PE ist, ist nicht erwähnt; wir vermuten aber, dass dies nicht bewusst geschehen ist.

3. Risikomanagement

ESMA schlägt detaillierte Umsetzungsmaßnahmen zum Risikomanagement vor. Allerdings empfiehlt ESMA, dass AIFMs den Umfang und die Komplexität ihres Geschäfts und des verwalteten AIF mitberücksichtigt, wenn sie ihr Risikomanagementsystem umsetzen (Ziffer IV.IV.14. des KP). Daher bleibt weiter diskussionswürdig, wie in der Praxis mit den unterschiedlichen Risikomanagementsystemen umgegangen werden kann.

IV. Verwahrstellen

Im Hinblick auf die Cash Kontrollfunktion der Verwahrstelle, welche in Artikel 21(7) AIFM-RL vorgesehen ist, wurde sehr kontrovers diskutiert, ob eine solche Funktion eine ex ante Kontrolle, also ein vorheriges Zustimmungs- oder Veto-

tion 6. of CP), it is not totally clear whether this exclusion really captures PE AIFs. In particular, it is unclear what is meant by the term “execution venue” in this context. Pursuant to section IV.II.21. of CP, no choice of different execution venues is given when the AIFM, for example, invests in real estate or partnership interests and the investment is made after extensive negotiations on the terms of the agreement. The investment in non-listed companies which is typical for PE is not mentioned; we assume, however, that this is not deliberate and that PE-AIFM were meant to be excluded from these best execution rules.

3. Risk Management

ESMA proposed detailed implementing measures on risk management. However, ESMA recommends that AIFM take into account the nature scale and complexity of their business and of the AIF it manages when setting the risk management policy (section IV.IV.14. of CP). Therefore, it remains to be further discussed how the different risk management policies can be handled in practice.

IV. Depositaries

With respect to the depositary’s function of cash monitoring foreseen in Article 21(7) AIFM-D it was very controversial whether such a cash monitoring could include any ex ante control, as any sort of prior sign off or veto rights of the depositary prior

recht bei jedem Kapitalabruf (also auch für Transaktionen) einschließt. Das wäre sehr problematisch im PE Zusammenhang. ESMA hat keine ex ante Kontrolle im Hinblick auf die Cash Kontrolle vorgesehen, aber das Ziel ist doch, eine Verpflichtung des AIFM sicherzustellen, dass die Verwahrstelle alle Informationen in Bezug auf Cash Transaktionen erhält (Ziffer V.II.2. des KP). ESMA schlägt hierfür zwei Alternativen vor: (i) die Verwahrstelle ist eine Zentrale, in der alle Informationen in Bezug auf Geldflüsse gesammelt werden oder (ii) die Verwahrstelle stellt sicher, dass ausreichend Verfahren installiert sind, die es ihr erlauben, die Geldflüsse angemessen und periodisch zu kontrollieren (Ziffer V.II.3. des KP).

Die Verwahrstelle muss jede Transaktion buchhalterisch spiegeln. Um die Überprüfung der Eigentümerposition sicherzustellen, empfiehlt ESMA die Verpflichtung vorzusehen, dass die Vermögenswerte im Namen der Verwahrstelle registriert sind, oder für den Fall, dass sie im Namen des AIF oder des AIFM registriert sind, dass die Verwahrstelle sicherstellen muss, dass sie jederzeit eine vollständige und aktuelle Liste der Vermögenswerte liefern kann (Ziffer V.II.10. des KP).

ESMA empfiehlt allgemeine Prinzipien im Hinblick auf die Kontroll- und Überblicksfunktion der Verwahrstelle. Insbesondere soll sie kontrollieren, dass der AIF keine Anlage- und Hebelfinanzierungsbegrenzungen, welche in den Marketingunterlagen festgelegt wurden, verletzt. Hier lässt ESMA also Raum für die Auferlegung einer ex ante Kontrolle durch die Verwahrstelle, also der Einräumung eines Vetorechts und vorheri-

to any capital call (e.g. for purposes of making investments) is not feasible in a PE context. ESMA does not consider 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 (section V.II.2. of CP). ESMA sets out two options regarding the task implementing the depositary's cash monitoring obligations: either (i) the depositary is a central hub where all information related to the AIF's cash flow is centralized to ensure effective cash monitoring or (ii) the depositary ensures there are procedures in place to appropriately monitor and review periodically the AIF's cash flow (section V.II.3. of CP).

The depositary must mirror every transaction in a record keeping system. To ensure the verification of ownership, ESMA recommends imposing an obligation that the assets are either registered in the name of the depositary or in case they are registered in the name of the AIF or in the name of the AIFM that the depositary must be able to ensure that it can any ant time provide a comprehensive and up to date inventory of the AIF's assets (section V.II.10. of CP).

ESMA recommends general principles on the depositary's oversight function. In particular, the depositary should monitor compliance of the AIF with investment restrictions and leverage limits defined the offering materials. In such advice ESMA leaves space for imposing an ex-ante control (i.e. a prior veto or approval right of the depositary prior to the AIF entering into a transaction). This becomes clearer when reading explanatory note no.

gen Zustimmungsrechts durch die Verwahrstelle bevor eine Transaktion abgeschlossen wird. Dies wird deutlich, wenn man Erläuterung Nr. 63 des KP liest, in der ESMA feststellt: „*Jedoch erlaubt es der vorgeschlagene Text der Empfehlung, dass die Verwahrstelle, auf eine ex ante Kontrolle besteht, wo sie es für sinnvoll erachtet, z.B. für AIFs, welche in weniger liquide Vermögenswerte investieren oder weniger häufiger Transaktionen abschließen*“. Dies ist problematisch, da ein solches vorheriges Vetorecht der Verwahrstelle, eine Prüfung durch die Verwahrstelle mit sich bringt, die zusätzliche Kosten und Zeit in Anspruch nehmen wird (insbesondere unter Berücksichtigung der strengen Haftung der Verwahrstelle nach AIFM-RL). Auch wenn PE-Transaktionen oftmals über einen längeren Zeitraum verhandelt werden, muss die Vertragsunterzeichnung und -abwicklung dann doch immer schnell gehen; oftmals wird mit mehreren Interessenten gleichzeitig verhandelt und der Zuschlag muss schnell erfolgen. Zeitkritisch sind insbesondere auch Auktionsprozesse, wo sehr schnell ein Angebot abgegeben werden muss. Die Einbindung einer Verwahrstelle würde eine große Benachteiligung im Vergleich zu weiteren Interessenten bedeuten. Der PE-AIF hätte praktisch keine Chance mehr in einem solchen Prozess.

Daher bleibt dies leider noch ein kritischer Punkt. Es ist sehr wichtig, dass der PE-AIF noch schnell Transaktionen ohne zu hohen Aufwand abschließen kann; die Kosten müssen angemessen bleiben, insbesondere da Investoren das Erfordernis der Verwahrstelle im PE Kontext als sehr kritisch und wenig investorenfreundlich erachten.

63 of CP where ESMA states: “*However, the provisions laid out in the proposed advice did not prevent the depositary from adopting an ex-ante approach where it deems appropriate, e.g. for AIF which invest in less liquid assets or which initiate less frequent transactions*”. This is problematic as an additional verification by the depositary will increase costs and cost additional time (especially given the strict liability of the depositary under AIFM-D). Even though PE- transactions are often heavily negotiated over a longer period of time, the execution as such often has to be very quick once an investment decision is made, often the counterparty negotiates with several interested parties. Also, in an auction process binding bids must be given in very little time, an involvement of the depositary would destroy any chances of participating in such process.

Hence, there still remain some points of concern. It is crucial to ensure that the PE-AIF can still enter into transactions efficiently and swiftly and to keep the additional costs for investors acceptable, especially since the depositary concept is seen critical by PE investors as bringing no benefit to them.

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 anderes heftig diskutiertes Thema, welches (überraschenderweise) in der Vorkonsultationsphase aufkam, die Frage danach, ob ein PE-AIF als ein AIF angesehen werden sollte, welches Hebelfinanzierungen verwendet, weil oftmals eine Finanzierung bei der Holdinggesellschaft des Portfoliounternehmens eingesetzt wird. Die Diskussionen waren überraschend, da Artikel 4(1)(v) AIFM-RL Hebelfinanzierung definiert als *jede Methode, mit der ein AIFM das Risiko eines AIF erhöht*. Gemäß dieser Definition gilt ein PE-AIF nicht als fremdfinanziert, da Fremdmittelaufnahmen auf Ebene der Holdinggesellschaft die Risiken des AIF in keinster Weise erhöhen. ESMA bestätigt diese Ansicht, 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.13. des KP). 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.

V. Leverage

The AIFM-D foresees certain special requirements applicable to AIFM managing AIFs employing leverage. In this context, another heavily debated 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 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 considered leveraged as borrowing at the level of the holding entity is not exposing the AIF in any way. ESMA confirms this view 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.13. of CP). 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.

VI. Zusammenfassung

Das Konsultationspapier geht in die richtige Richtung, aber hinterlässt dennoch einige Fragen, die weiter untersucht und diskutiert werden müssen. Wir werden Sie auf dem Laufenden halten und möchten Ihre Aufmerksamkeit auf das nächste Funds Forum Frankfurt richten, das Ende November/Anfang Dezember stattfinden soll, wenn ESMA ihren endgültigen Ratschlag veröffentlicht hat.

Bei Fragen zu dieser Mandanteninformation zögern Sie bitte nicht, die nachstehend aufgeführten Anwälte zu kontaktieren. Kommentare, die Sie im Rahmen der Konsultation einbringen möchten, richten Sie bitte an Patricia Volhard, die EVCA in Bezug auf die Beantwortung der Fragen in der Konsultation berät.

Mit freundlichen Grüßen
P+P Pöllath + Partners

VI. Conclusion

The Consultation Paper seems promising in certain respects but still leaves some questions to be further looked into and debated. We will further keep you posted and already draw your attention to the next Funds Forum Frankfurt which will take place end of November/beginning of December, once ESMA has issued its final advice.

For questions on this client information please do not hesitate to contact one of the lawyers listed below. Please submit any comments which you wish to be considered in the consultation to Patricia Volhard, who advises EVCA throughout the consultation process.

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

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