



# **P+P Pöllath + Partners** **Rechtsanwälte · Steuerberater**

Berlin · Frankfurt · München

### 3. Mercer Investment-Symposium

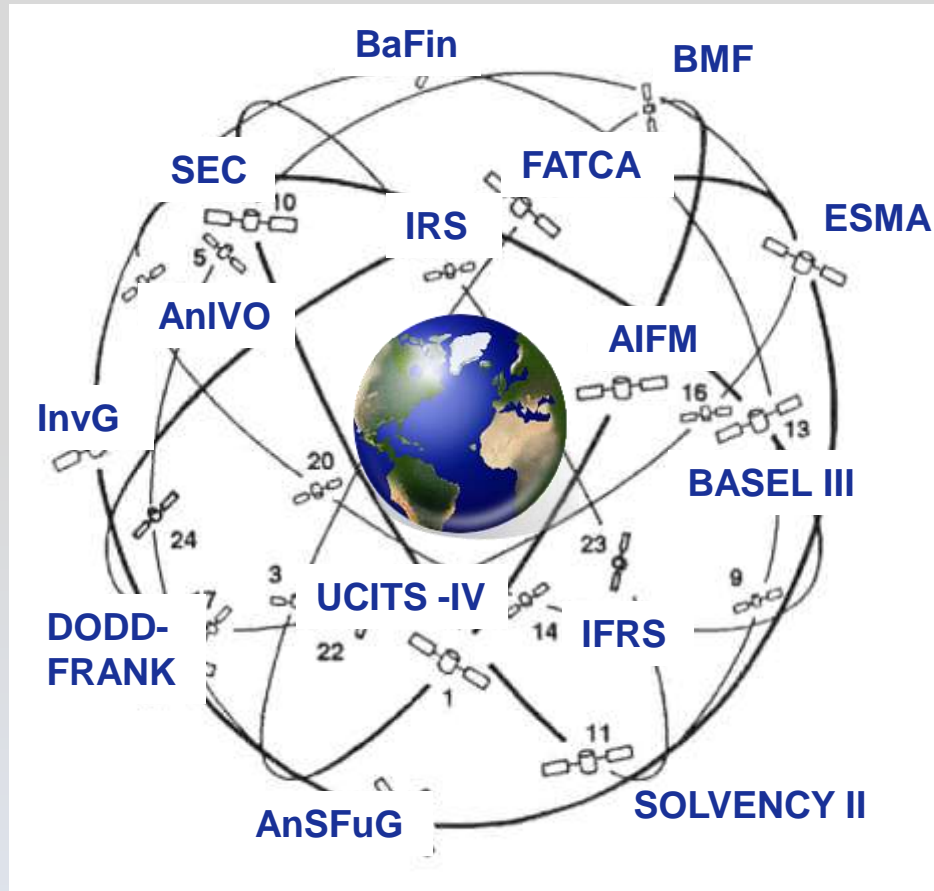
„Von goldigen Zeiten und schwarzen Schwänen“

## **REGULIERUNG BEI ALTERNATIVEN KAPITALANLAGEN FOLGEN FÜR PRODUKTANBIETER UND INVESTOREN**

Uwe Bärenz

P+P Pöllath + Partners

I. Agenda



1. AnIVO
2. Solvency II
3. AIFM-Richtlinie
4. Dodd-Frank-Act
5. FATCA

## II. Regulierung der Kapitalanlage von Versicherungen

### 1. Rechtsgrundlagen

- Anlagegrundsätze für das gebundene Vermögen gem. § 54 Abs. 1 VAG
- Auflistung der grds. zulässigen Anlagen in § 54 Abs. 2 VAG
- Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen („AnlV“), zuletzt geändert am 11. Februar 2011
- BaFin-Schreiben 4/2011 (vom 15. April 2011) mit Hinweisen für die Verwaltungspraxis zur Anlageverordnung. Ersetzt das BaFin-Rundschreiben 15/2005 vom 20. August 2005.

## II. Regulierung der Kapitalanlage von Versicherungen

### 2. Rundschreiben 4/2011

- Rundschreiben 4/2011 bestätigt überwiegend bisherige Praxis der BaFin
- zugleich Versuch, mit Kombination aus formalem und materiellem Ansatz, Beteiligungen nach § 2 Abs. 1 Nr. 13 AnIV von Anlagen anderer Kategorien der AnIV abzugrenzen
- keine Änderungen für Anlageklasse PE, insb. PE Fonds
- Anlagen in Infrastruktur werden PE-Anlagen gleichgestellt
- geschlossene Immobilienfonds: Differenzierung je nach Ausgestaltung
- Beteiligungsunternehmen, die in andere Kapitalanlagen investieren, dürfen grds. Beteiligungsquote zugeordnet werden, wenn sie nach der AnIV zulässig sind und gleicher Risikokategorie zugeordnet werden können

## II. Regulierung der Kapitalanlage von Versicherungen

### 3. Abgrenzung von anderen Anlagen (Nr. 13)

- Beteiligungsquote kein Auffangtatbestand
- Beteiligungsunternehmen muss über **Geschäftsmodell** verfügen und **unternehmerische Risiken** eingehen
- Katalog der nach Nr. 13 genannten Formen **inländischer Gesellschaften (AG, GmbH, stille Gesellschaft)** sowie die **vergleichbaren ausländischen Beteiligungsformen** grds. abschließend, aber ...
- Rundschreiben erweitert Gegenstände der Beteiligung um **Anteile an beaufsichtigten Investmentgesellschaften (Fonds)** nach ausländischem Recht (z. B. Luxemburger FCP, SICAF/SICAV, italienischer Fondo Chiuso, irische PLC, französischer FCPR). Zur Abgrenzung von anderen zulässigen Anlageformen, insb. von ausländischen Investmentanteilen (nach Nr. 17), müssen solche Fonds
  - in Beteiligungen oder Infrastruktur investieren, und
  - dürfen keinerlei Rückgaberecht für ihre Investoren vorsehen (geschlossene Fonds).

## II. Regulierung der Kapitalanlage von Versicherungen

### 4. Anlagen nach Nr. 13

Zulässig	Unzulässig
<ul style="list-style-type: none"> <li>• geschlossene PE Fonds</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wertpapier- oder Hedgefonds</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• geschlossene Infrastruktur Fonds</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Unternehmen, die in Wertpapier- oder Hedgefonds investieren</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• geschlossene Mezzanine Fonds</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Immobilienfonds mit Investmentaufsicht (Nr. 14c oder Nr. 17)</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• geschlossene Immobilienfonds ohne Investmentaufsicht mit Beteiligungen an Gesellschaften, deren Zweck über das reine Halten und Verwalten von Immobilien hinausgeht</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fonds mit Aufsicht, die von Nr. 17 erfasst werden können</li> </ul>

### III. Private Equity unter Solvency II

#### 1. Kapitalanforderungen im Standard-Modell

- Risiken für Private Equity-Anlagen werden im Modul „Equity Risk“ unter „Other Equities“ berechnet
- „Other Equities“ ist eine Kombination von verschiedenen Assetklassen (Private Equity, Commodities, Hedge Funds und Emerging Markets Public Equity)
- QIS5 schreibt einen **Basis Schock von 49 %** (mit Puffer von +/- 9 %) für „Other Equities“ vor
- der Basis Schock für „Global Equity“ wird mit 39 % (mit Puffer von +/- 9 %) vorgegeben
- die Korrelation von PE mit Aktienanlagen wird auf 75 % festgelegt

Equity type	Index Proposed	Proposed Stress 99.5% VaR
Private Equity	LPX50 Total Return	-68.67%
Commodities	S&P GSCI Total Return Index	-59.45%
Hedge Funds	HFRX Global Hedge Fund Index	-23.11%
Emerging Markets	MSCI Emerging Markets BRIC	-63.83%
Overall risk charge		-49%

Equity type	Index Proposed	Correlation with MSCI World price indices
Private Equity	LPX50 Total Return	83.59%
Commodities	S&P GSCI Total Return Index	44.72%
Hedge Funds	HFRX Global Hedge Fund Index	77.31%
Emerging Markets	MSCI Emerging Markets BRIC	-52.82%
Correlation between "Other Equity" and "Equity"		75%

Quelle: Solvency II Calibration Paper, Ceiops (CEIOPS-SEC-40-10)



### III. Private Equity unter Solvency II

#### 2. Anforderungen an interne Modelle nach Solvency II

- Artikel 121 der Solvency-II-Richtlinie schreibt für interne Modelle vor:
  - Methoden müssen sich auf angemessene, anwendbare und einschlägige statistische Techniken stützen
    - Was sind angemessene Methoden bei Private Equity?
  - Daten müssen exakt, vollständig und angemessen sein
    - Gibt es solche Daten für Private Equity?

### III. Private Equity unter Solvency II

#### 3. Schlussfolgerungen

- Solvency II wird das Risikomanagement von PE-Anlagen vor neue Herausforderungen stellen
- bei den Aufsichtsbehörden muss das Verständnis für die Anlageklasse PE verbessert werden
- es muss an der Verbesserung der Datenqualität gearbeitet werden
- während Modelle, die PE als isolierte Anlageklasse betrachten, bereits existieren, gibt es noch relativ wenig Forschungsarbeiten zu Modellen, die eine Integration von PE in einen anlagenklassenübergreifenden Ansatz erlauben

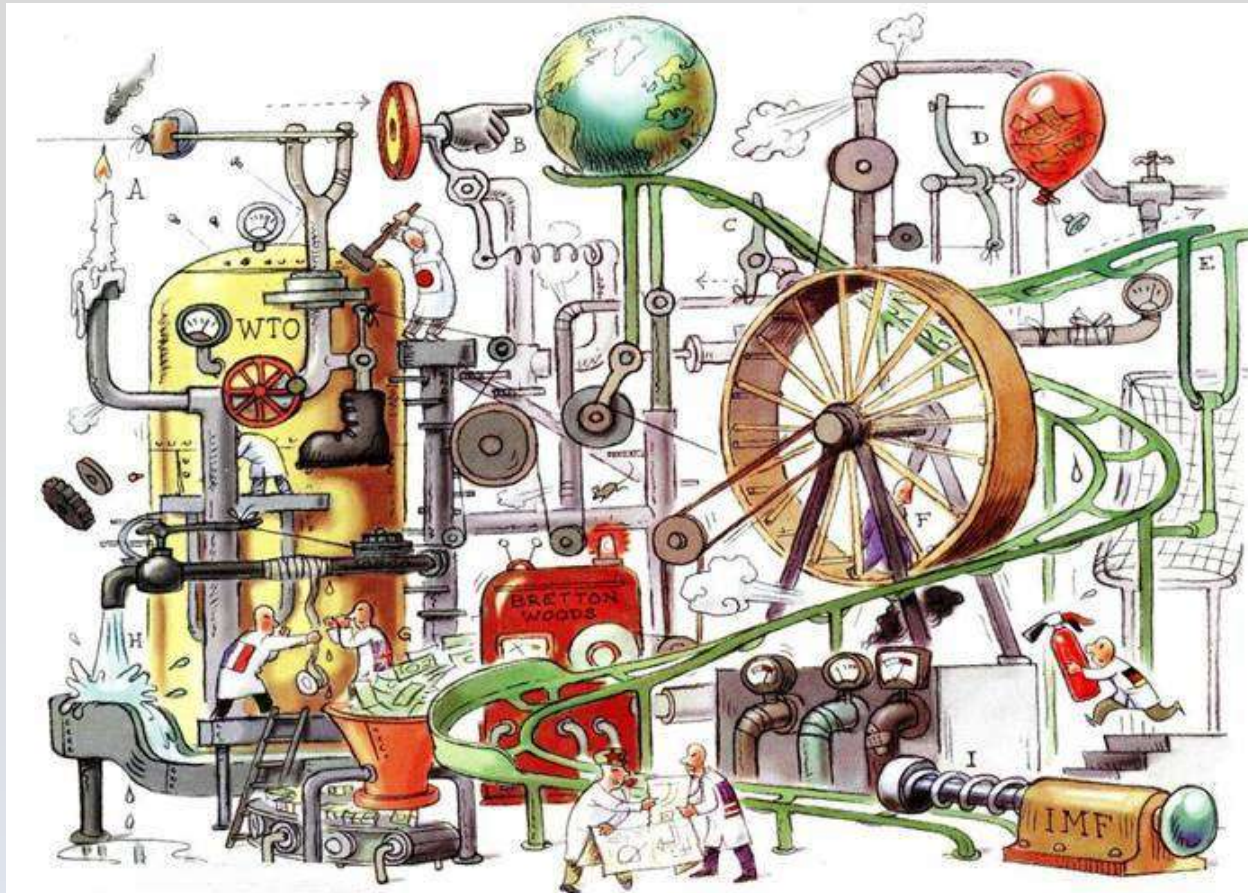
## Exkurs: Interaktion von Aufsichts-und Steuerrecht

### Steuerbefreite Investoren

- aufsichtsrechtlich zulässige Kapitalanlagen von berufsständischen Versorgungswerken an gewerblichen Personengesellschaften werden von der subjektiven Steuerbefreiung erfasst (BGH-Urteil vom 9. Februar 2011 – Az: I R 47/09)
- Beteiligungen einer gemeinnützigen Stiftung an gewerblich geprägter, vermögensverwaltender Personengesellschaft werden von Steuerbefreiung erfasst (BGH-Urteil vom 25. Mai 2011 – Az: I R 60/10)
- Übertragung der Grundsätze auf Pensionskassen sachgerecht, aber nicht gesichert

AIFM / Dodd-Frank / FATCA

How does cross-border regulation work?



Source: *The Economist*

Status Quo

Regulation	Germany	USA
<b>Fund</b>	<b>NO</b> (German Banking Act <u>not</u> applicable)	<b>NO</b> (exemptions: U.S. Investment Company Act of 1940: Sec. 3(c)(1): ≤ 100 owners; Sec. 3(c)(7): only qualified purchasers)
<b>Placement of Fund Interest</b>	<b>NO</b> (German Prospectus Act <u>not</u> applicable, if minimum investment:> EUR 200,000)	<b>NO</b> (private placement exemptions of Reg. D to U.S. Securities Act of 1933)
<b>Manager / Advisor</b>	<b>NO</b> (German Banking ACT <u>not</u> applicable)	<b>NO</b> (exemption: Sec. 203(b)(3) U.S. Investment Advisers Act of 1940: < 15 clients)

- einige Staaten regulieren bereits Manager (z. B. UK)
- Änderungen des Status Quo (Regulierung) durch AIFM-Richtlinie in Europa; (VermAnlG in D); Dodd-Frank-Act in den USA

## IV. AIFM-Richtlinie

### 1. Nature of the Beast

#### Ziele

Regulierung und Überwachung der Manager und ihrer Tätigkeiten zur  
Begrenzung der Risiken für

- Anleger
- Gegenparteien (Gläubiger)
- andere Finanzmarktteilnehmer
- Stabilität des Finanzsystems

#### Mittel

- Tätigkeitsverbot mit Erlaubnisvorbehalt
- Kapitalanforderungen, Verhaltensregeln (organisatorische Vorgaben)
- Informations- und Bewertungspflichten (Transparenz), Eingriffsrechte der Aufsicht
- Vertriebsbeschränkungen
- Vergütungsbeschränkungen
- Investitionsbeschränkungen (PE)

## IV. AIFM-Richtlinie

### 2. Adressat

in erster Linie der Manager

#### **Wer ist Manager?**

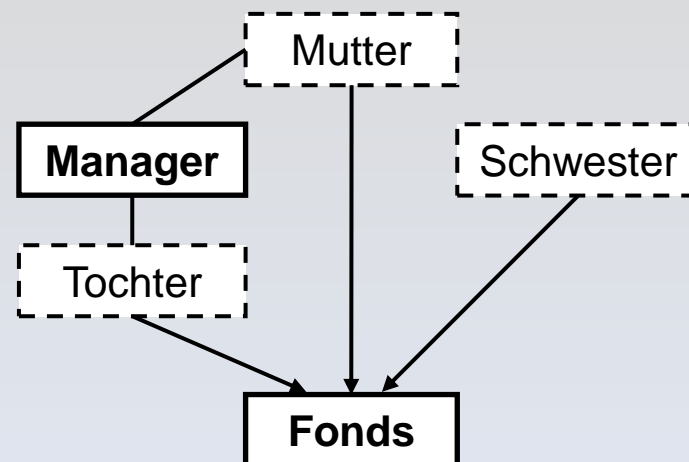
- nur ein Manager pro Fonds
- externer Manager
- Fonds selbst, wenn internes Management möglich und kein externer Manager bestellt (d.h. Wahlmöglichkeit bei z.B. deutscher KG, GmbH, Luxemburger SICAV/SICAR)

## IV. AIFM-Richtlinie

### 3. Befreiungen und Ausnahmen

Die Richtlinie findet keine Anwendung auf

- ausgewählte nationale und supranationale Institutionen
- reine **Holdingsgesellschaften**, Mitarbeiterbeteiligungs- oder Mitarbeiterpensionsprogramme sowie Verbriefungs-SPV
- Manager, soweit sie Fonds verwalten, deren einzige Investoren Mutter-, Schwester- oder Tochterunternehmen des Managers sind, sofern keiner der Anleger selbst ein Fonds ist (**Konzernprivileg**)





## IV. AIFM-Richtlinie

### 4. Regelungsmechanik / Zeitplan

- Level 1**     ▪ EU-Richtlinie (Inkrafttreten 21. Juli 2011)  
(weiter regulatorischer Rahmen)  
z. B. € 500 Mio.-Ausnahme
  
- Level 2**     ▪ EU-Durchführungsbestimmungen (2011/2012)  
(Konkretisierung des Rahmens durch ESMA)  
z. B. Umgang mit unterjährigen Schwankungen des vom AIFM  
verwalteten Vermögens
  
- Level 3**     ▪ nationale Gesetzgebung (2013)  
(Umsetzung Stufe 1 und 2, weitere Konkretisierung)  
z. B. zusätzliche Anforderungen bei Vertrieb von AIF-Anteilen  
an Verbraucher (Retail); Ausnahmen beim Mindestkapital  
von Managern

## V. Dodd-Frank-Act

- Dodd-Frank-Act ist eine umfassende Finanzmarktreformgesetzgebung in den USA
- betr. Regulierung von Managern von Non-Retail Fonds
  - ähnlicher Ansatz wie AIFM-Richtlinie: Regulierung der Manager, nicht des Fonds
- bisherige Ausnahme (*exemption*) von Regulierung der Manager von Private Funds wird abgeschafft und durch engere Ausnahmen ersetzt
- ausländische Fondsmanager können unter Dodd-Frank Act fallen, wenn sie:
  - ein Büro (*place of business*) in den USA haben; ODER
  - mehr als 15 *U.S. Clients* und *U.S. Investors* in von ihnen gemanagten Fonds; ODER
  - mehr als US\$ 25 Mio. *Assets under Management (AUM)* von *U.S. Clients* und *U.S. Investors* verwalten; ODER
  - ihre Dienstleistungen als *Investment Adviser* in den USA öffentlich anbieten
- Rechtsfolgen, soweit keine der engen Ausnahmen (*Foreign Private Adviser; Venture Capital Adviser; Private Fund Adviser*) greift:
  - Registrierung bei und Reporting ggü. SEC (Offenlegung, Verwaltungsaufwand, Kosten, Governance und Compliance Programm einrichten, Buß-/Strafgelder bei Verstößen)
- Deadline für Registrierung: 30. März 2012

## VI. FATCA

### 1. Anwendungsbereich

- Grundsatz: Sec. 1471(a) Internal Revenue Code:

(a) IN GENERAL.—In the case of any withholdable payment to a foreign financial institution which does not meet the requirements of subsection (b), the withholding agent with respect to such payment shall deduct and withhold from such payment a tax equal to 30 percent of the amount of such payment.

- Zahlungen aus Quellen in den USA
  - Dividenden, Zinsen, Mieten
  - Veräußerungserlöse (nicht Gewinne!)
- an ausländische Finanzinstitutionen (foreign financial institutions)
  - auch Versicherungsunternehmen
  - Ausnahme: Sachversicherer (Versicherungen ohne „cash value“)
- Folge: 30%iger Quellensteuerabzug auf Zahlung
  - ggf. 30 % Abzug vom Veräußerungserlös
  - sonstige Abzugstatbestände gelten daneben weiter

## VI. FATCA

### 2. Vermeidung des Quellensteuerabzugs

#### ▪ **Full-Compliant-Option**

- Vertrag mit dem IRS
- Quellensteuereinbehalt gegenüber nicht-kooperativen Kunden/Gesellschaftern
  - Problem bei Versicherern: Zuordnung von Eingangs- und Ausgangszahlungen
- Umfangreiche Reporting-Pflichten gegenüber dem IRS über U.S.-Kunden/Gesellschafter
  - Identifikation von U.S.-Kunden/Gesellschaftern
  - bei Kollision mit Datenschutzvorschriften/fehlender Einwilligung ggf. Kündigung

#### ▪ **Deemed-Compliant-Option**

- keine U.S.-Kunden/Gesellschafter
  - Identifikation von U.S.-Kunden/Gesellschaftern
  - ggf. Kündigung von U.S.-Kunden/Gesellschaftern sowie nicht-kooperativen Kunden/Gesellschaftern

#### ▪ **U.S.-Kunde/Gesellschafter**

- U.S.-Staatsbürger (ggf. auch Doppelstaatler), Green-Card-Holder
- Gesellschaften mit mehr als 10 % U.S.-Personen als Anteilseigner

## VI. FATCA

### 3. Umsetzung

- derzeit viele offene Fragen
  - bislang nur Aufforderung der U.S. Treasury/IRS zur Abgabe von Stellungnahmen (IRS Notice 2010-60, 2011-34)
    - u. a. auch GDV-Stellungnahme
- erste Entwürfe für Treasury Regulations sowie ggf. Muster des Vertrags mit dem IRS werden Ende 2011 erwartet
- Inkrafttreten
  - ursprünglich: Zahlungen ab 1. Januar 2013
    - „scharfer Termin“, kein Grandfathering o. ä.
  - verschoben durch IRS Notice 2011-53
    - Quellensteuerabzug auf FDAP-Zahlungen (insbesondere Zinsen, Dividenden): 1. Januar 2014
    - Quellensteuerabzug auf alle anderen Zahlungen aus U.S.-Quellen (insb. Veräußerungserlöse): 1. Januar 2015



**Uwe Bärenz**

**P+P Pöllath + Partners  
Attorneys at Law – Tax Advisors**

Potsdamer Platz 5  
10785 Berlin  
Tel.: 030 253 53 122  
Fax: 030 253 53 995  
uwe.baerenz@pplaw.com  
<http://www.pplaw.com>

## **P+P Pöllath + Partners** **Attorneys-at-Law • Tax Advisors**

- **Private Funds**
- **Asset Management / Private Equity**
- **Transactions**
- **Real Estate**

### **P+P Law Firm of the Year 2010 in Deutschland**



P+P ist "Private equity law firm of the year 2010" und "Private funds law firm of the year 2010". Diese Auszeichnung erhielt die Sozietät von der Fachpublikation ACQ und bestätigt ihre federführende Stellung im Markt, die die Kanzlei ihrer eingehenden Kenntnis der Branche und jahrzehntelanger Erfahrung verdankt. P+P übernimmt Fondsstrukturierungen für ein großes Spektrum der bekanntesten deutschen und internationalen Fondsinitiatoren sowie für spezialisierte Fonds-Boutiquen.

#### **BERLIN**

Potsdamer Platz 5  
10785 Berlin  
Phone: +49 (30) 25353-0  
Fax: +49 (30) 25353-999  
E-Mail: [ber@pplaw.com](mailto:ber@pplaw.com)

#### **FRANKFURT / MAIN**

Hauptwache, Zeil 127  
60313 Frankfurt  
Phone: +49 (69) 247047-0  
Fax: +49 (69) 247047-30  
E-Mail: [fra@pplaw.com](mailto:fra@pplaw.com)

#### **MÜNCHEN**

Kardinal-Faulhaber-Str. 10  
80333 Munich  
Phone: +49 (89) 24240-0  
Fax: +49 (89) 24240-999  
E-Mail: [muc@pplaw.com](mailto:muc@pplaw.com)