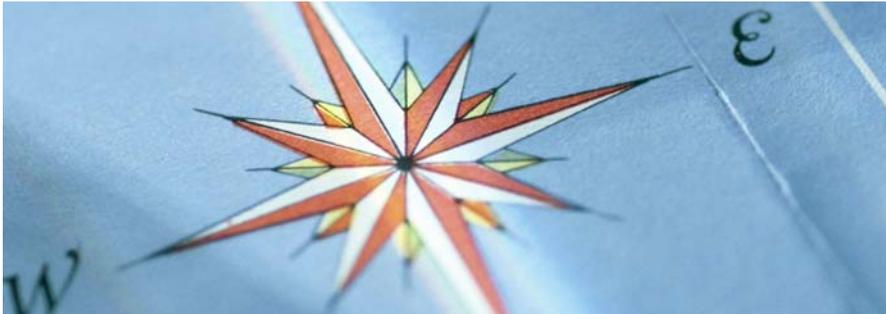


# AIFM Richtlinie – Auswirkungen auf Private Equity Transaktionen



## 1. Einleitung

Das Europäische Parlament hat am 11. November 2010 die Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (die "Richtlinie") verabschiedet, die nach Umsetzung in deutsches Recht unter anderem Auswirkungen auf den Erwerb und die Verwaltung von Portfoliounternehmen durch Private Equity Investoren in Deutschland zur Folge haben wird.

Nachdem nunmehr alle zuständigen Europäischen Gremien dem Richtlinienentwurf zugestimmt haben, wird die Richtlinie aller Voraussicht nach Ende 2010 in Kraft treten. Die Mitgliedstaaten haben anschließend bis zu zwei Jahre Zeit, die Vorgaben der Richtlinie in nationales Recht umzusetzen. Dabei lässt die Richtlinie den Mitgliedstaaten teilweise Spielräume bei der Umsetzung. Da in Deutschland derzeit kein Entwurf für die Umsetzung der Richtlinie existiert, können sich im Verlauf der Richtlinienumsetzung noch einige Änderungen in Bezug auf die sogleich aufgeführten Regelungsbereiche ergeben.

## 2. Regelungsgegenstand der AIFM-Richtlinie

Die Richtlinie regelt die Zulassung, die laufende Tätigkeit und die Transparenz in Bezug auf den Verwalter (AIFM bzw. Manager) eines alternativen Investmentfonds (AIF bzw. Fonds). Der Begriff des AIF ist in der Richtlinie denkbar weit gefasst und umfasst beispielsweise neben Hedgefonds auch Private Equity Fonds. Die Richtlinie stellt insoweit eine Zäsur für die Private Equity Investoren in Deutschland dar, da diese nach Umsetzung der Richtlinie erstmals einer staatlichen Kontrolle unterliegen werden. Der weit überwiegende Teil der Richtlinie enthält regulatorische Vorgaben für die Manager und Fonds, z.B. muss ein Manager über ein Anfangskapital von mindestens EUR 125.000 verfügen, welches sukzessive bei steigendem Wert des vom Manager verwalteten Fondsportfolios zu erhöhen ist, und ein Risikomanagementsystem implementieren. Daneben enthält die Richtlinie auch Regelungen, die künftig im Rahmen von Private Equity Investitionen sowohl frühzeitig im Vorfeld bzw. im Verlauf von M&A-Transaktionen als auch während der Haltezeit bezüglich eines Portfoliounternehmens zu berücksichtigen sind. Diese Regelungen, auf die sich das vorliegende Client Briefing konzentriert, werden zukünftig zu Benachteiligungen von Private Equity Investoren im Vergleich zu strategischen Investoren führen.

## Inhalt

### 1. Einleitung

### 2. Regelungsgegenstand der AIFM-Richtlinie

### 3. In Bezug auf M&A-Transaktionen bzw. für Portfoliounternehmen von Private Equity Investoren relevante Regelungen

- a) Das sog. "Ausschlachten von Unternehmen" bzw. Asset Stripping
- b) Allgemeine Mitteilungspflichten
- c) Besondere Mitteilungspflichten bei Kontrollerwerb
- d) Besondere Bestimmungen hinsichtlich des Jahresberichtes

Wenn Sie Fragen haben oder weitere Informationen wünschen, wenden Sie sich bitte an Ihren Ansprechpartner bei Clifford Chance oder an:

[Oliver Felsenstein](#) +49 69 7199 1730

[Burc Hesse](#) +49 69 7199 1732

[Christopher Kellett](#) +49 69 7199 3432

[Dr. Kerstin Kopp](#) +49 69 7199 1626

Clifford Chance, Mainzer Landstraße 46,  
60325 Frankfurt am Main, Deutschland

[Dr. Nicole N. Englisch](#) +49 89 21632 8444

Clifford Chance, Theresienstraße 4-6  
80333 München, Deutschland

Die E-Mail-Adresse lautet:  
vorname.nachname@cliffordchance.com

[www.cliffordchance.com](http://www.cliffordchance.com)

### 3. In Bezug auf M&A-Transaktionen bzw. für Portfoliounternehmen von Private Equity Investoren relevante Regelungen

#### a) Das sog. "Ausschlachten von Unternehmen" bzw. Asset Stripping

Eine bereits im Vorfeld sehr kontrovers diskutierte Regelung in der jetzt angenommen Richtlinie betrifft das Verbot des sog. "Ausschlachtens von Unternehmen". Danach muss sich ein Manager nach besten Kräften bemühen (z.B. durch Ausübung von Stimmrechten, Geltendmachung von Einfluss auf die Geschäftsführung etc.) Ausschüttungen, die Herabsetzung des Grundkapitals, die Einziehung sowie den Erwerb eigener Anteile an einem Portfoliounternehmen in den ersten zwei Jahren nach dem Erlangen der Kontrolle über das entsprechende Unternehmen zu verhindern, für den Fall dass – unter anderem – durch diese Maßnahmen entweder

- das im Jahresabschluss des Unternehmens ausgewiesene Nettoaktivvermögen bei Abschluss des letzten Geschäftsjahres den Betrag des gezeichneten Kapitals zuzüglich nicht zur Ausschüttung gedachter Rücklagen unterschritten wird, oder
- das letzte Geschäftsjahresergebnis zuzüglich des Gewinnvortrags und der Entnahmen aus hierfür verfügbaren Rücklagen, vermindert um den Verlust aus früheren Geschäftsjahren sowie um Beträge, die nach dem Gesetz oder der Satzung in Rücklagen eingestellt worden sind, überschreiten würde.

In dem Gesetzgebungsverfahren wurde als Ziel dieser Regelung betont, dass durch diese Regelung Investoren von dem Versuch abgehalten werden sollen, ein Unternehmen mit der Absicht zu erlangen, schnellen Profit zu generieren.

Entgegen früheren Befürchtungen wird die diskutierte Besicherung der Akquisitionsfinanzierung durch das Portfoliounternehmen durch die Richtlinie jedoch nicht weiter eingeschränkt oder verboten.

#### b) Allgemeine Mitteilungspflichten

Erreicht, überschreitet oder unterschreitet ein Fonds durch Erwerb, Verkauf oder Halten von Anteilen an einem nicht börsennotierten Unternehmen unmittelbar bestimmte Schwellenwerte (10 %, 20 %, 30 %, 50 % und 75 % der Anteile an dem Unternehmen), hat der

Manager dieses Fonds künftig innerhalb von 10 Tagen ab dem Erreichen der Schwelle die Pflicht, die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaates des Managers über den erreichten Anteil an den Stimmrechten des Unternehmens in Kenntnis zu setzen. Das deutsche Recht kennt in Bezug auf nicht börsennotierte Unternehmen eine vergleichbare Pflicht bisher nur in § 20 AktG in Bezug auf Aktiengesellschaften.

#### c) Besondere Mitteilungspflichten bei Kontrollerwerb

Zusätzliche Informations- und Mitteilungspflichten treffen den Manager wenn der von ihm verwaltete Fonds die Kontrolle über ein Unternehmen erlangt, d.h. über 50 % der Stimmrechte verfügt, wobei nicht nur die von diesem Fonds direkt gehaltenen Stimmrechte berücksichtigt werden, sondern unter bestimmten Voraussetzungen auch eine Zurechnung von Stimmrechten Dritter möglich ist. Dann muss der Manager neben der zuständigen Behörde seines Herkunftsmitgliedstaates auch das Unternehmen selbst und die übrigen Anteilseigner über

- den Erwerb der Kontrolle,
- die Bedingungen unter denen die Kontrolle erlangt wurde,
- das Datum an dem die Kontrolle erlangt wurde,
- den Namen des Managers dessen Fonds die Kontrolle erlangt hat,
- die Strategie zur Vermeidung und Steuerung von Interessenkonflikten, insbesondere zwischen dem Manager, dem Fonds und dem Unternehmen, sowie
- die externe und interne Kommunikationspolitik in Bezug auf das Unternehmen, insbesondere gegenüber den Arbeitnehmern,

in Kenntnis setzen. Zudem muss der Manager die Geschäftsführung des Unternehmens auffordern, den Arbeitnehmervertretern (z.B. dem Betriebsrat) bzw. den Arbeitnehmern diese Informationen mitzuteilen und nach besten Kräften sicherstellen, dass dies auch tatsächlich durch die Geschäftsführung hinreichend erfolgt.

Gegenüber dem Unternehmen und den Anteilseignern besteht die zusätzliche Pflicht, diesen die Absichten hinsichtlich der zukünftigen Geschäftsentwicklung des Unternehmens und die voraussichtlichen Auswirkungen auf die Beschäftigung, einschließlich wesentlicher Änderungen der Arbeitsbedingungen, darzulegen sowie

wiederum die Geschäftsführung aufzufordern, die Arbeitnehmersvertreter bzw. die Arbeitnehmer ebenfalls entsprechend zu informieren.

Bei der Umsetzung der Richtlinie in nationales Recht sollen die Mitgliedstaaten aber Regelungen treffen, dass vertrauliche Informationen, die in diesem Zusammenhang erlangt werden, nicht unbefugt weitergegeben werden dürfen bzw. in bestimmten Fällen diese Informationen den Arbeitnehmersvertretern bzw. Arbeitnehmern erst gar nicht mitgeteilt werden müssen.

Daneben muss ein Manager, sobald ein von ihm verwalteter Fonds in eine Position gelangt, in der er die Kontrolle über ein nicht börsennotiertes Unternehmen ausüben kann, den zuständigen Behörden des Herkunftsmitgliedstaats und den Anlegern des Fonds Angaben zur Finanzierung des Erwerbs vorlegen.

#### **d) Besondere Bestimmungen hinsichtlich des Jahresberichtes**

Für den Fall, dass ein Fonds Kontrolle über ein nicht börsennotiertes Unternehmen ausübt, müssen in den zu erstellenden Jahresbericht des betroffenen Unternehmens bzw. des Fonds, der die Kontrolle ausübt, in Bezug auf das Unternehmen Angaben über

- ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild des Geschäftsverlaufs sowie der Lage am Ende des vom Jahresbericht abgedeckten Zeitraums,
- Ereignisse von besonderer Bedeutung, die nach dem Abschluss des Geschäftsjahres eingetreten sind,
- die voraussichtliche Entwicklung der Gesellschaft und
- Informationen betreffend den Erwerb eigener Anteile

aufgenommen werden.

#### **e) Verwahrstelle für Vermögenswerte des Fonds**

Für die Vermögenswerte eines Fonds sieht die Richtlinie vor, dass diese einer Verwahrstelle, beispielsweise einem Kreditinstitut, soweit möglich zur Verwahrung zu übertragen sind. Bei den sonstigen, d.h. insbesondere nicht übertragbaren, Aktiva, z.B. (Geschäfts-)Anteile an (nicht börsennotierten) Gesellschaften, prüft die Verwahrstelle auf Grund der vom Fonds bzw. Manager übergebenen Unterlagen die Eigentumsrechte und führt entsprechende Aufzeichnungen. Bei Private Equity Investoren halten die Fonds regelmäßig Anteile an nicht börsennotierten Holdinggesellschaften. Die Verwahrstelle würde demnach überprüfen, ob der Fonds Inhaber der Anteile an der Holdinggesellschaft ist. Bei mehrstöckigen Beteiligungen bzw. Akquisitionsstrukturen bezieht sich nach derzeitigem Verständnis die Prüfungspflicht jedoch nicht auf die Anteile an den Gesellschaften, die wiederum von der Holdinggesellschaft direkt bzw. indirekt gehalten werden.

#### **Fazit**

Sicher ist, dass eine Reihe von gesetzlichen Änderungen und damit verbundenen zusätzlichen Pflichten auf Private Equity Investoren im Zusammenhang mit dem Erwerb und dem Halten von Portfoliounternehmen in Deutschland und Europa zukommen wird. Allerdings sind noch viele Details der in der Richtlinie enthaltenen Regelungen unklar, so dass die Umsetzung der Richtlinie durch die nationalen Gesetzgeber abzuwarten bleibt.

Dieser Newsletter dient der allgemeinen Information und ersetzt nicht die Beratung im Einzelfall.

[www.cliffordchance.com](http://www.cliffordchance.com)

Abu Dhabi ■ Amsterdam ■ Bangkok ■ Barcelona ■ Beijing ■ Brussels ■ Bucharest ■ Dubai ■ Düsseldorf ■ Frankfurt ■ Hong Kong ■ Kyiv ■ London ■ Luxembourg ■ Madrid ■ Milan ■ Moscow ■ Munich ■ New York ■ Paris ■ Prague ■ Riyadh\* ■ Rome ■ São Paulo ■ Shanghai ■ Singapore ■ Tokyo ■ Warsaw ■ Washington, D.C.

\* Clifford Chance also has a co-operation agreement with Al-Jadaan & Partners Law Firm in Riyadh and a 'best friends' relationship with AZB & Partners in India and with Lakatos, Köves & Partners in Hungary.