

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis.....	XIX
----------------------------	-----

Literaturverzeichnis	XXV
----------------------------	-----

Abbildungsverzeichnis.....	XLIX
----------------------------	------

Erster Teil: Einleitung.....	1
------------------------------	---

A. Gang der Untersuchung.....	1
-------------------------------	---

B. Hintergrund der AIFM-Richtlinie.....	2
---	---

I. Die Entstehung der AIFM-RL.....	2
------------------------------------	---

1. Beginn der Diskussion.....	2
-------------------------------	---

2. Einleitung einer öffentlichen Konsultation.....	3
--	---

3. Ergebnis der öffentlichen Konsultation	4
---	---

II. Notwendigkeit der AIFM-Richtlinie.....	5
--	---

1. Wirtschaftliche Notwendigkeit	6
--	---

a) Der Einfluss der „Heuschreckendebatte“	6
---	---

b) Alternative Investmentfonds und ihre „Systemrelevanz“	7
---	---

aa) Leverage und Leerverkäufe	7
-------------------------------------	---

(1) Leverage	7
--------------------	---

(2) Leerverkäufe	8
------------------------	---

bb) Zwischenergebnis.....	10
---------------------------	----

cc) „Systemrelevanz“ als Anknüpfungspunkt der AIFM-RL.....	10
---	----

dd) Die „LTCM-Krise“	11
----------------------------	----

2. Rechtliche Notwendigkeit	13
-----------------------------------	----

a) Fehlende Regulierung auf EU-Ebene.....	14
---	----

aa) Entwicklung von Hedge-Fonds	14
---------------------------------------	----

bb) Regulatorische Lücke im EU-Recht	15
--	----

(1) OGAW-Richtlinie	15
(2) MiFID-Richtlinie.....	16
(3) Sonstige Richtlinien.....	17
b) Regulatorische Lücke in Deutschland.....	18
c) Zusammenfassung	19
C. Selbstregulierung als Alternative zur AIFM-RL?	20
I. Was bedeutet Selbstregulierung?.....	20
II. Staatliche Einflussnahme.....	21
III. Vor- und Nachteile der Selbstregulierung	22
1. „Pro“ Selbstregulierung	23
2. „Contra“ Selbstregulierung.....	24
IV. Ergebnis	24
D. Ziele der AIFM-RL.....	26
Zweiter Teil: Die AIFM-Richtlinie.....	27
A. Anwendungsbereich	27
I. Personalistischer Regelungsansatz.....	27
1. Entscheidungsmacht des AIFM	27
2. Fehlanreize	28
3. (Un-)Bestimmbarkeit von AIF	30
a) OGAW-RL als Auslegungshilfe.....	30
b) Vielfalt der Anlageobjekte	31
c) Vielfalt der Anlagestrategien	32
aa) Klassifizierung von Hedge-Fonds-Strategien	32
bb) Beispiel: Klassifizierung nach Risikomaß.....	32
d) Zwischenergebnis	34
II. Was ist ein AIFM?	34
1. Überblick	35
2. Bestimmung des AIFM	35
a) Formelle Anforderungen.....	35
b) Materielle Anforderungen	37

III. Sachlicher Anwendungsbereich.....	37
1. Alternative Investmentfonds (AIF).....	37
a) Merkmale.....	37
aa) Organismus	38
bb) Für gemeinsame Anlagen	38
cc) Einsammeln von Kapital	38
dd) Vielzahl von Anlegern	39
ee) Festgelegte Anlagestrategie.....	39
ff) Zum Nutzen der Anleger	40
b) Abgrenzung zu OGAW	40
c) Zwischenergebnis.....	41
2. Private Equity	41
a) Entwicklung von Private Equity	42
aa) Historische Entwicklung.....	42
bb) Jüngste Entwicklung	43
b) Funktionsweise des Private Equity-Sektors.....	44
aa) Ziel: Wertzuwachs durch Beteiligung	44
bb) Private Equity-Strategien.....	46
(1) Early Stage.....	46
(2) Expansion/Later Stage	47
(3) Buyouts	47
(3.1) LBO.....	48
(3.2) MBO	49
c) Rückschluss für den Anwendungsbereich der AIFM-Richtlinie.....	51
IV. Ausnahmen	52
1. Bereichsausnahmen	52
a) Family Offices.....	52
b) Holdinggesellschaften.....	53
c) Verbriefungszweckgesellschaften	54
2. Verwaltung kleiner sowie risikoarmer AIF	57
a) Berechnung der Vermögenswerte.....	58
b) Vorgehen bei Überschreiten der Schwellenwerte	60

3.	Konzernprivileg.....	61
V.	Problemfelder	63
1.	„AIFM“ als richtiger Anknüpfungspunkt?.....	63
2.	Private Equity als „Fremdkörper“?	64
B.	Zulassungspflicht des AIFM.....	65
I.	Erfüllbarkeit durch den AIFM	67
II.	Anfangskapital und Eigenmittel	67
III.	Persönliche Anforderungen an den AIFM.....	69
1.	Allgemeine Anforderungen	69
2.	Zuverlässigkeit des AIFM	71
a)	„Zuverlässigkeit“ im Sinne nationaler Gesetze.....	71
aa)	KWG.....	71
bb)	WpHG.....	73
cc)	Die Figur des „Geschäftsführers“	74
b)	Rückschlüsse für den AIFM.....	74
IV.	Die Anforderungen an qualifizierte Gesellschafter	76
1.	Qualifizierte Beteiligung	76
a)	Begrifflichkeit.....	76
b)	Exkurs: Direkte und indirekte Beteiligung	77
2.	Eignung der qualifizierten Gesellschafter	78
a)	Zuverlässigkeit	78
b)	Finanzielle Solidität	79
c)	Sonstige Anforderungen	80
3.	Zwischenfazit	80
C.	Grundsätze ordnungsgemäßer Verwaltung	80
I.	Vergütungspolitik.....	81
1.	Hintergrund	81
a)	Struktur von Managergehältern.....	81
aa)	Der Einfluss der „Prinzipal-Agent-Theorie“.....	83
bb)	Das Problem des <i>Moral Hazard</i>	84
b)	Fehlanreize und Behavioral Finance.....	86
aa)	Overconfidence.....	87

bb)	Prospect Theory	88
cc)	Herding (Herdenverhalten)	89
2.	Die Vergütungspolitik der AIFM-Richtlinie	92
3.	Zusammenfassung und Auswertung	95
a)	Der AIFM ist nicht bloß ein Abbild des Homo oeconomicus.....	95
b)	Kurzfristiges Erfolgsdenken fördert die Eingehung von Risiken	96
c)	Die neue Vergütungspolitik beseitigt das Problem der „fiktiven Konten“	96
II.	Interessenkonflikte.....	97
1.	Was ist ein „Interessenkonflikt“?	97
2.	Arten von Interessenkonflikten	99
a)	Grundsatz.....	99
b)	Fallgruppen	99
aa)	Art. 14 Abs. 1 lit. a) AIFM-RL.....	99
bb)	Art. 14 Abs. 1 lit. b) AIFM-RL.....	100
cc)	Art. 14 Abs. 1 lit. c) AIFM-RL.....	101
dd)	Art. 14 Abs. 1 lit. d) AIFM-RL.....	101
ee)	Art. 14 Abs. 1 lit. e) AIFM-RL.....	101
3.	Conflicts of Interest Policy und Compliance.....	102
a)	Stufe 1: Identifikation von Interessenkonflikten	103
b)	Stufe 2: Vorkehrungen/ Beilegung.....	103
aa)	Errichtung von <i>Chinese Walls</i>	104
bb)	Gesonderte Überwachung	105
cc)	Unabhängige Vergütung	106
dd)	Keine ungebührliche Einflussnahme.....	106
ee)	Keine gleichzeitige Einbeziehung	107
c)	Stufe 3: Offenlegung	107
4.	Spezialfall: Primebroker	108
a)	Tätigkeit von Primebrokern	108
b)	Interessenkonflikte zwischen Primebrokern und AIF....	110
5.	Zwischenergebnis.....	110

III. Risikomanagement.....	110
1. „Risiko“ und „Risikomanagement“	111
a) Risiko	111
aa) Begrifflichkeit.....	111
bb) Arten von Risiken.....	112
b) Die Bedeutung von „Risikomanagement“	114
aa) Begriffliche Bedeutung.....	114
bb) Unternehmerische Bedeutung	114
2. Aufbau eines Risikomanagementsystems.....	116
a) Risk Management Policy.....	117
b) Vorgehensweise des Risikomanagements.....	118
aa) Risikoidentifikation	119
bb) Risikobewertung	119
cc) Risikosteuerung.....	120
(1) Risikovorsorge.....	120
(2) Risikovermeidung.....	120
(3) Risikobegrenzung	121
(4) Risikodiversifikation	121
(5) Risikoüberwälzung.....	122
dd) Risikoüberwachung.....	122
3. Permanent Risk Function	123
4. Besonderheiten.....	124
a) Due Diligence-Process.....	124
b) Stresstests	125
5. Die Rolle der Ratingagenturen	126
a) Die Funktion von Ratings	126
b) Kritik an Ratingagenturen	127
aa) Struktur eines Ratingverfahrens	127
bb) Interessenkonflikte	128
(1) Problemstellung.....	128
(2) „Rating-Verordnungen“	128

(3)	Auswirkungen auf die AIFM-Richtlinie	130
c)	Zusammenfassung	131
IV.	Liquiditätsmanagement	132
1.	Verfahren und Grundsätze	132
2.	Limits und Stresstests	134
3.	Das Bewertungsverfahren und seine Delegation	134
V.	Verwahrung	136
1.	Mögliche Verwahrstellen	136
2.	Bestellung der Verwahrstelle	137
a)	Verwahrstelle mit Sitz in der EU	137
b)	Verwahrstelle mit Sitz in einem Drittland	138
3.	Aufgaben der Verwahrstelle	139
a)	Originärer Aufgabenbereich	139
b)	Fakultativer Aufgabenbereich	141
c)	Möglichkeit der Delegation	141
4.	Haftung und Exkulpationsmöglichkeiten der Verwahrstelle	142
a)	Relevante Rechtsverhältnisse	143
aa)	Rechtsverhältnis zwischen der Verwahrstelle und dem AIF	143
bb)	Rechtsverhältnis zwischen der Verwahrstelle und den Anlegern des AIF	144
(1)	Echter Vertrag zugunsten Dritter	145
(2)	Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter	146
(3)	Gesetzliches Schuldverhältnis	147
b)	Haftung für Abhandenkommen	147
c)	Sonstige Haftung	149
d)	Exkulpation bei Vorliegen höherer Gewalt	149
e)	Exkulpation in Bezug auf den eingeschalteten Dritten	150
VI.	Transparenzanforderungen	151
1.	Jahresbericht	151

2.	Informationspflichten gegenüber den zuständigen Behörden	152
3.	Informationspflichten gegenüber den Anlegern	155
a)	Vor Anteilszeichnung.....	155
b)	Nach Anteilszeichnung.....	155
D.	Sondervorschriften zu Private Equity.....	156
I.	Transparenzpflichten.....	157
II.	Zerschlagen von Unternehmen (<i>Asset Stripping</i>).....	159
1.	Asset Stripping oder der „Heuschrecken-Faktor“	159
2.	Das Verbot von Asset Stripping in der AIFM-Richtlinie	160
3.	Financial Assistance im Rahmen von LBOs	161
III.	Auswirkungen auf die Private Equity-Branche.....	162
E.	EU-Pass und Regelungen mit Drittstaatenbezug	163
I.	EU-Pass für AIFM.....	164
1.	Vertrieb von EU-AIF.....	164
a)	im Herkunftsmitgliedstaat des AIFM	164
b)	in anderen Mitgliedstaaten als dem Herkunftsmitgliedstaat des AIFM	165
2.	Verwaltung von EU-AIF mit Sitz in anderen Mitgliedstaaten.....	165
II.	Regelungen mit Drittstaatenbezug.....	166
1.	Der Referenzmitgliedstaat des Nicht-EU-AIFM	166
a)	Der Referenzmitgliedstaat als Ersatz für den Herkunftsmitgliedstaat.....	166
b)	Die Bestimmung des Referenzmitgliedstaates	167
aa)	Verwaltung durch Nicht-EU-AIFM von EU-AIF	168
(1)	mit Sitz in einem Mitgliedstaat.....	168
(2)	mit Sitz in verschiedenen Mitgliedstaaten	168
bb)	Vertrieb durch Nicht-EU-AIFM.....	168
(1)	von EU-AIF	168
(1.1)	in einem Mitgliedstaat	168
(1.2)	in mehreren Mitgliedstaaten	168
(2)	von Nicht-EU-AIF	169

(2.1) in einem Mitgliedstaat	169
(2.2) in mehreren Mitgliedstaaten	169
c) Vorgehen bei mehreren möglichen Referenzmitgliedstaaten	169
d) Änderung des Referenzmitgliedstaates	170
2. Zulassungsvoraussetzungen bei Drittlandbezug	170
a) Verwaltung von Nicht-EU-AIF durch EU-AIFM	171
b) Vertrieb von Nicht-EU-AIF durch EU-AIFM	171
aa) mit EU-Pass	171
bb) ohne EU-Pass	172
c) Gemeinsame Zulassungsvoraussetzungen für die Verwaltung und/ oder den Vertrieb von EU-AIF durch Nicht-EU-AIFM	173
d) Bedingungen für den Vertrieb durch einen Nicht-EU-AIFM mit EU-Pass	174
aa) EU-AIF	174
bb) Nicht-EU-AIF	175
e) Bedingungen für den Vertrieb durch einen Nicht-EU-AIFM ohne EU-Pass	175
f) Bedingungen für die Verwaltung durch einen Nicht-EU-AIFM ohne EU-Pass	176
F. Entzug der Zulassung	176
G. Resümee zur AIFM-Richtlinie	177

Dritter Teil: Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act

A. Einführung und Hintergrund	181
I. Wirtschaftlicher Hintergrund	181
II. Regulierungsversuche vor dem Dodd-Frank Act	183
1. Securities Act of 1933	183
2. Securities Exchange Act of 1934	185
3. Investment Company Act of 1940	186
4. Investment Advisers Act of 1940	187

5.	Die „Hedge Fund Rule“ und der Fall „Goldstein vs. SEC“	188
6.	Regulierungsansätze nach „Goldstein vs. SEC“	190
a)	„Anti Fraud“-Provision	190
b)	„Best Practice-Regeln“	191
aa)	Aufklärungspflichten	192
bb)	Bewertungsverfahren	193
cc)	Risikomanagement	194
dd)	Allgemeine Grundsätze	195
ee)	Interessenkonflikte	195
7.	Bindungswirkung der „Best-Practice-Regeln“ des AMC	196
III.	Zwischenergebnis	198
B.	Die Entstehung des Dodd-Frank Act	198
C.	Struktur und Inhalt	200
I.	Äußeres Erscheinungsbild	200
II.	Kernbereiche der Regelung	201
1.	Einführung des „Financial Stability Oversight Council“	201
2.	Das Ende von „Too big to fail“	202
3.	Die „Volcker-Rule“	204
4.	Das Federal Reserve System und das <i>emergency lending</i>	207
III.	Titel IV: Hedge-Fonds	208
1.	Registrierungspflicht für Hedge-Fonds-Manager	208
a)	US-adviser	209
b)	Non-US-adviser	211
2.	Registrierung nach „Form ADV“	212
3.	Folgen der Registrierung	213
a)	Disclosure	213
b)	Custody	214
aa)	Verwahrung durch (unabhängigen) <i>qualified custodian</i>	215
bb)	Verwahrung durch <i>adviser</i> oder <i>related person</i>	215
c)	Performance Based Fees	217

d) Code of Ethics und Whistleblowing	217
D. Fazit zum Dodd-Frank Act	218

Vierter Teil: Die Umsetzung der AIFM-Richtlinie in Deutschland

A. AIFM-Umsetzungsgesetz	219
I. Aufhebung des InvG	219
II. Anwendungsbereich	220
III. Auswirkungen des KAGB	222
1. „Semiprofessionelle“ Anleger	222
2. Ausweitung der Aufsichtskompetenzen der BaFin	223
3. Erlaubnispflicht für Kapitalverwaltungsgesellschaften	224
4. Rechtsformen der Kapitalverwaltungsgesellschaft	225
5. Grundsätze ordnungsgemäßer Verwaltung	226
a) Allgemeine Verhaltensregeln	226
b) Interessenkonflikte	227
c) Risiko- und Liquiditätsmanagement	227
d) Berichtspflichten	227
aa) Gegenüber der BaFin	227
bb) Gegenüber den Anlegern	228
e) Vergütung	229
f) Verwahrung	229
6. Hedge-Fonds im KAGB	230
7. Private Equity im KAGB	232
B. Fazit zum AIFM-Umsetzungsgesetz	233

Fünfter Teil: Die „Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds“

A. Problemstellung und Ziele der EuVECA-Verordnung	235
B. Inhalt der EuVECA-Verordnung	237
I. Anwendungsbereich und Begriffsbestimmung	237

II.	Die Registrierung und ihre Folgen	238
III.	Aufsicht.....	239
IV.	Integrierung der EuVECA in das KAGB	240
Sechster Teil: Rechtsvergleich.....		241
A.	AIFM-Richtlinie vs. Dodd-Frank Act	241
I.	Hintergrund und Ziele	241
II.	Anwendungsbereich und Ausnahmen	242
1.	Persönlicher Anwendungsbereich.....	243
2.	Sachlicher Anwendungsbereich.....	243
III.	Regelungsbereiche.....	244
1.	Registrierungspflicht.....	244
2.	Berichtspflichten.....	245
3.	Verwahrung	246
4.	Vergütung.....	246
5.	Sonstiges	247
IV.	Ergebnis	248
B.	AIFM-Richtlinie vs. KAGB	250
I.	Anwendungsbereich.....	251
II.	Anlegerklassifizierung.....	251
III.	Struktur von AIFM.....	251
IV.	Ergebnis	252
C.	AIFM-Richtlinie vs. EuVECA-Verordnung	253
I.	Regulatorischer Ansatz	253
II.	Anlegerschaft.....	253
III.	Wirkung.....	253
IV.	Ergebnis	254
D.	Dodd-Frank Act vs. EuVECA-Verordnung	254
Siebenter Teil: Abschließende Würdigung und Ausblick.....		257