Sonderdruck aus

Europa Institut Zürich Band 143

Private Equity III

Herausgeber: Dieter Gericke

Umsetzung der AIFM-RL und weitere Novitäten für die Private-Equity-Branche in Liechtenstein

Marcel Lötscher

Schulthess §

EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

Herausgeber:
Dieter Gericke

Private Equity III

Struktur und Regulierung von Private Equity-Fonds und – Fondsmanagern im Lichte des revidierten KAG und der AIFM-RL

Schulthess § 2013

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über http://dnb.d-nb.de abrufbar.

Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, vorbehalten. Jede Verwertung ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme.

© Schulthess Juristische Medien AG, Zürich · Basel · Genf 2013
ISBN 978-3-7255-6853-6

www.schulthess.com

Inhaltsübersicht

Private Equity-Fonds und -Gesellschaften: Regulierte und unregulierte Rechtsformen 7

Dr. Dieter Gericke, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei Homburger AG, Zürich, und
Vanessa Isler, MLaw, Homburger AG, Zürich

Fonds- und Dachfondsstrukturen für Private Equity in der Praxis Schweizer Anbieter 55

Felix Haldner, Rechtsanwalt, dipl. Steuerexperte, Mitglied der Geschäftsleitung der Partners Group, Zug

Umsetzung der AIFM-Drittstaatenregelung in der Schweiz 77

Dr. Jürg Frick, Rechtsanwalt, LL.M., Homburger AG, Zürich

Der Vertrieb von Private Equity-Fonds unter dem revidierten Kollektivanlagengesetz 133

Dr. Patrick Schleiffer, Rechtsanwalt, M.C.J., Partner bei Lenz & Staehelin, Zürich,
lic. iur. Urs Reinwald, Rechtsanwalt, LL.M., Lenz & Staehelin, Zürich,
MLaw Patrick Schärli, Rechtsanwalt, Lenz & Staehelin, Zürich

Fondsverwaltung und Delegation von Verwaltungstätigkeiten und Advisory 187

PD Dr. Sandro Abegglen, Fürsprecher, LL.M., Partner bei Niederer Kraft & Frey AG, Zürich, und
lic. iur. HSG Eric Stupp, Rechtsanwalt, LL.M., Partner bei Bär & Karrer AG, Zürich

Private Equity Real Estate und die KGK 211

Dr. Alexander Wyss, Fürsprecher, MBA, Partner bei Baker & McKenzie, Zürich, und
Mario Kumschick, Rechtsanwalt, dipl. Steuerexperte, Partner bei Baker & McKenzie, Zürich

Umsetzung der AIFM-RL und weitere Novitäten für die Private-Equity-Branche in Liechtenstein 281

Dr. Marcel Lötscher, Rechtsanwalt, Leiter Bereich Wertpapiere, Mitglied der Geschäftsleitung der Finanzmarktaufsicht Liechtenstein (FMA), Vaduz

Umsetzung der AIFM-RL und weitere Novitäten für die Private-Equity-Branche in Liechtenstein

Marcel Lötscher*

Inhalt

I. Finanzplatz Liechtenstein als Fondsstandort ... 282
1. Liechtenstein als EWR-Mitglied und Partner der Schweiz ... 282
a) Das Fürstentum Liechtenstein ... 282
b) Mitgliedschaft im EWR ... 283
c) Bilaterale Abkommen mit der Schweiz ... 283
2. Fondsstandort Liechtenstein ... 284
a) Kurzer Abriss der historischen Entwicklung ... 284
b) Aktuelle Entwicklung im 4. Quartal 2012 ... 285

II. Finanzmarktaufsicht Liechtenstein (FMA) ... 286
1. Die FMA als Aufsichtsbehörde ... 286
2. Zielkonflikte der Aufsichtstätigkeit ... 287

III. AIFM-RL und deren Umsetzung in Liechtenstein ... 288
1. Regelungsgegenstand der AIFM-RL ... 288
2. Umsetzung der AIFM-RL in Liechtenstein ... 290
a) Meilensteine der Umsetzung der AIFM-RL ... 290
b) Paradigmenwechsel bei der Managerregulierung ... 292
aa) Verwaltungsgesellschaftsmodell unter dem IUG ... 292
bb) Managermodell unter AIFMG ... 294

IV. Regulierung von Private-Equity-Fondsmanager ... 296
1. Chancen und Risiken für die Private-Equity-Branche ... 296
2. Konkrete Ausgestaltung in Liechtenstein ... 298
a) Zulassung eines AIFM in Liechtenstein ... 298
b) Besonderheiten für die Private-Equity-Branche ... 300
aa) Konkrete Einbindung und Kontrollpflichten der Verwahrstelle ... 300
bb) Trennung von Portfoliomanagement und Risikomanagement ... 301
cc) Informationspflichten bei Transaktionen ... 302

---

* Der Aufsatz spiegelt die persönliche Meinung des Autoren wider. Die Ausführungen nehmen nicht für sich in Anspruch, der Position der FMA – Finanzmarktaufsicht Liechtenstein zu entsprechen.

V. Europäische Verordnung über Risikokapitalfonds 303
1. Regelungsgegenstand und Geltungsbereich 303
2. Zusammenspiel AIFM-RL und Verordnung Risikokapitalfonds 305
3. Umsetzung in Liechtenstein 307
VI. Fazit 307
Literaturverzeichnis 309

I. Finanzplatz Liechtenstein als Fondsstandort

1. Liechtenstein als EWR-Mitglied und Partner der Schweiz

a) Das Fürstentum Liechtenstein

Das Fürstentum Liechtenstein ist eine „konstitutionelle Erbmonarchie auf demokratischer und parlamentarischer Grundlage […], die Staatsgewalt ist im Fürsten und im Volke verankert und wird von beiden nach Massgabe der Bestimmungen [der] Verfassung ausgeübt."[1] Staatsoberhaupt ist S.D. Fürst Hans-Adam II. von und zu Liechtenstein. Der Landesfürst hat 2004 die Ausübung der Regierungsgeschäfte seinem ältesten Sohn, S.D. Erbprinz Alois von und zu Liechtenstein, übertragen.

Mit 160 km^2 ist Liechtenstein der viertkleinste Staat[2] in Europa. Gerade als kleines Land sind die Aussenbeziehungen wichtig. Stabile und berechenbare internationale Regeln sind Grundlage für erfolgreiche (Wirtschafts-) Beziehungen. 1950 trat Liechtenstein dem Statut des Internationalen Gerichtshof bei. Seit 1978 ist Liechtenstein Mitglied im Europarat und 1990 wurde Liechtenstein in die Vereinten Nationen (UNO) aufgenommen. Im Jahre 1991 erfolgte der Beitritt als Vollmitglied zur Europäischen Freihandelsasso-

[1] Art. 2 LV, Verfassung des Fürstentums Liechtenstein vom 5. Oktober 1921 (LGBl. 1921 Nr. 15).

[2] Nach der Vatikanstadt, Monaco und San Marino (Landesgrösse in km^2).

ziation (EFTA).[3] Geprägt ist die Aussenpolitik Liechtensteins durch die engen Beziehungen zu seinem Nachbar Schweiz und zur EU.

b) Mitgliedschaft im EWR

Liechtenstein ist 1995 dem EWR-Abkommen beigetreten.[4] Der Europäische Wirtschaftsraum (EWR) gilt als vertiefte Freihandelszone zwischen der EU und der EFTA[5]. Der europäische Binnenmarkt wird so auf Norwegen, Island und Liechtenstein ausgedehnt. Als genehmigter Staatsvertrag hat das EWR-Abkommen in Liechtenstein Gesetzesrang erlangt. Obwohl Liechtenstein keine spezielle Vorrangbestimmung geschaffen hat, geht das EWR-Abkommen den früheren innerstaatlichen Gesetzen wie auch früheren und späteren Verordnungen vor.[6] „Als EWR-Mitglied nimmt Liechtenstein an der Ausformulierung des relevanten EWR-Rechtes teil (Mitbestimmungsrecht), hat aber kein Entscheidungsrecht. Gemeinschaftsrecht, das für den EWR relevant ist, ist [binnen] einer bestimmten Frist in Landesrecht umzusetzen. Sonderregelungen gelten für jene Bereiche, in denen das Fürstentum durch Verträge mit der Schweiz – die nicht EWR-Mitglied ist – verbunden ist. In diesen Fällen gelten teilweise die um Zusatzprotokolle ergänzten bilateralen Abkommen zwischen der Schweiz und der EU.“[7]

c) Bilaterale Abkommen mit der Schweiz

Liechtenstein und die Schweiz verbinden zahlreiche bilaterale Abkommen. Zu Beginn stand 1919 der Notenwechsel über die Wahrung der liechtenstei-

---

3 <http://www.liechtenstein.li/index.php?id=52&L=1%20php%3Fid%3D>.

4 Die Schweiz hat als einziger EFTA-Staat das multilaterale EWR Abkommen nicht ratifiziert und 1992 den Beitritt i.R. eines fakultativen Referendums mit einer knappen Mehrheit an Stimmen der Schweizer Bürger und einer deutlichen Mehrheit der Kantone abgelehnt.

5 Mit Ausnahme der Schweiz.

6 HAMMERMANN, 68.

7 <http://eeas.europa.eu/delegations/switzerland/liechtenstein_and_eu/index_de>.

nischen Interessen in Drittstaaten durch die Schweiz.[8] Weitere Grundlagen für die guten Beziehungen bildeten unter anderem der Zollvertrag[9] und auch der Währungsvertrag[10]. Dank dieser bilateralen Verträge bilden die Schweiz und Liechtenstein einen gemeinsamen Wirtschafts- und Währungsraum mit offener Grenze.

2. Fondsstandort Liechtenstein

a) Kurzer Abriss der historischen Entwicklung

Bereits im Jahre 1960 hat Liechtenstein ein Gesetz über die Kapitalanlagegesellschaften, Investment-Trusts und Anlagefonds[11] erlassen und so die Schweiz unter legistischen Zugzwang gesetzt. Die liechtensteinische Lösung konnte jedoch hinsichtlich Anlegerschutz und auch Anlagemöglichkeiten nicht den europäischen Standards genügen, welcher damals schon vor allem durch Luxemburg gesetzt wurden.[12]

---

8 Notenwechsel über die Wahrung der liechtensteinischen Interessen in Drittstaaten durch die Schweiz vom 24. Oktober 1919 (BBl 1919 V 463/439).

9 Vertrag zwischen der Schweiz und Liechtenstein vom 29. März 1923 über den Anschluss des Fürstentums Liechtenstein an das schweizerische Zollgebiet (SR 0.631. 112.514).

10 Währungsvertrag zwischen der Schweizerischen Eidgenossenschaft und dem Fürstentum Liechtenstein vom 19. Juni 1980 (SR 0.951.951.4). Interessant ist, dass Liechtenstein bereits mit Gesetz vom 26. Mai 1924 (LGBl. 1924 Nr. 8) den Schweizer Franken in einem einseitigen Akt zum gesetzlichen Zahlungsmittel erklärte, die bilaterale Regelung mit der Schweiz jedoch erst mit dem Währungsvertrag 57 Jahre später vorgenommen wurde (ZWIEFELHOFER, 5 FN 13).

11 LGBl. 1961 Nr. 1. Dieses Gesetz vom 21. Dezember 1960 umfasste nur vier Artikel, verglichen mit den 190 Artikeln im AIFMG überraschend schlank. Das Gesetz wurde für dringlich erklärt und trat mit Kundmachung in Kraft. Die Geltungsdauer war vorab auf zwei Jahre beschränkt, wurde jedoch mehrmals verlängert und zu guter Letzt mit unbefristeter Geltungsdauer versehen.

12 ZWIEFELHOFER, 14.

Das schweizerische AFG 1966[13] trat erst neun Jahre später im Jahre 1969 in Kraft. Im Jahre 1996 hat Liechtenstein das Investmentunternehmensgesetz erlassen[14] erlassen, welches bis dato mehrmals überarbeitet wurde. Das UCITSG[15] trat 2011 in Kraft und löste in Umsetzung der OGAW IV-RL[16] das Investmentunternehmen für Wertpapiere (Effektenhandelsfonds) aus dem Anwendungsbereich des Investmentunternehmensgesetz. Das IUG findet seither eingeschränkt nur noch für Investmentunternehmen für andere Werte mit oder ohne erhöhten Risiko und Investmentunternehmen für Immobilien Anwendung. Ein europäischer Produkt- oder Verwaltungsgesellschaftspass ist den Investmentunternehmen (IU) nach IUG (im Gegensatz zu den Anlagefonds nach UCITSG) verwehrt.

b) Aktuelle Entwicklung im 4. Quartal 2012

Das verwaltete Fondsvermögen in Liechtenstein stieg per Ende 4. Quartal 2012 auf CHF 37.22 Mrd.[17] bezogen auf die IU und die Anlagefonds nach UCITSG. Im Jahresvergleich lässt sich die Entwicklung wie folgt darstellen:

---

13 Aufgehobenes Bundesgesetz über die Anlagefonds vom 1. Juli 1966 (AS 1967 115) Fassung vom 1. Juli 1966, aufgehoben durch Bundesbeschluss vom 5. April 1994 (BBl. 1994 297).

14 Gesetz über Investmentunternehmen (IUG) vom 3. Mai 1996 (LGBl. 1996 Nr. 89).

15 Gesetz über bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (UCITSG) vom 28. Juni 2011 (LGBl. 2011 Nr. 295).

16 Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW), ABl L 302/32 vom 17. November 2009.

17 Davon sind per Ende 4. Quartals 2012 34.76 % resp. CHF 12.94 Mrd. in alternative Anlagen investiert.

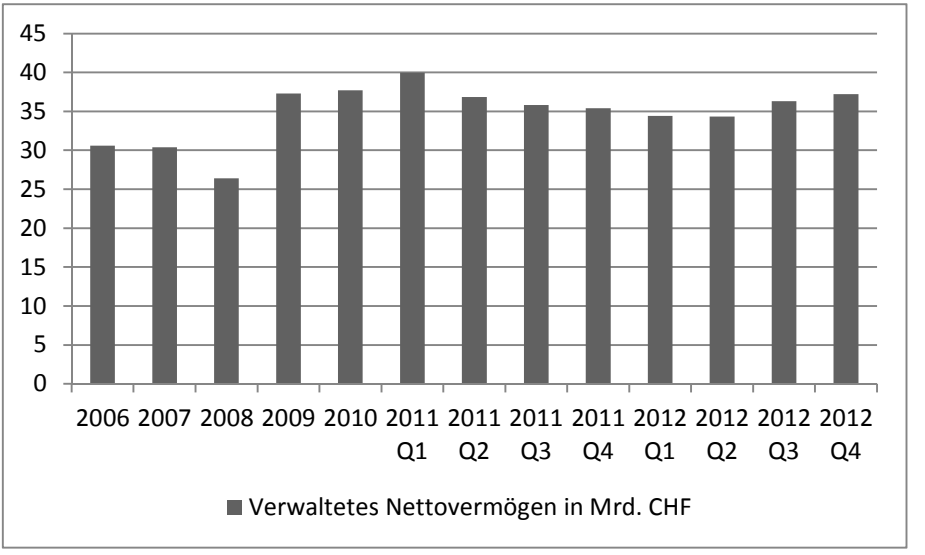

Abbildung 1: Nettovermögen IU/Anlagefonds (Quelle: FMA).

Ende des 4. Quartals 2012 waren 557 inländische IU/Anlagefonds bzw. 791 inländische Teilfonds/Segmente/Singlefonds zugelassen. Diese wurden von 20 tätigen Verwaltungsgesellschaften, darunter 19 Fondsleitungen sowie eine selbstverwalteten Anlagegesellschaft, verwaltet.

In Liechtenstein sind 177 ausländische Anlagefonds zum Vertrieb zugelassen. Die Anzahl der ausländischen Einzelvermögen mit Vertriebszulassung in Liechtenstein liegt per Ende 4. Quartal 2012 bei 1026.

II. Finanzmarktaufsicht Liechtenstein (FMA)

1. Die FMA als Aufsichtsbehörde

Die Finanzmarktaufsicht Liechtenstein (FMA) ist eine selbständige Anstalt des öffentlichen Rechts mit eigener Rechtspersönlichkeit.[18] Ziele der FMA

[18] Art. 2 Abs. 1 FMAG, Gesetz über die Finanzmarktaufsicht vom 18. Juni 2004 (LGBl. 2004 N. 175).

als integrierte und unabhängige Aufsicht sind die Gewährleistung der Stabilität des Finanzmarktes, der Kundenschutz, die Vermeidung von Missbräuchen sowie die Umsetzung und Gewährleistung der Einhaltung anerkannter internationaler Standards.[19] Die FMA arbeitet zudem im Auftrag der Regierung an der Ausarbeitung von Finanzmarktgesetzen mit. Die FMA setzt sich für eine tragfähige Regulierung unter der Sicherstellung einer effizienten und wirksamen Aufsicht ein. Zur Präzisierung von Gesetzen und deren Verordnungen können Richtlinien und Empfehlungen erlassen werden. Bei der FMA sind derzeit rund 80 Mitarbeiter[20] beschäftigt.[21]

2. Zielkonflikte der Aufsichtstätigkeit

Die Regierung als Gesetzgeber und die FMA als Aufsichtsbehörde befinden sich in einem Zielkonflikt. Die Intermediäre haben ein nachvollziehbares Bedürfnis nach klaren und einfach umzusetzenden regulatorischen Vorgaben. Diese vereinfachten schematischen Anleitungen zum Ausfüllen der unbestimmten Rechtsbegriffe stehen jedoch im Widerspruch zum gesetzgeberischen Ziel der eigenverantwortlichen und individuell-konkreten Anwendung.[22] Mittels dem risikobasierten Aufsichtsansatz und dem dadurch erwünschten Dialog mit den Intermediären soll eine kohärente Umsetzung der aufsichtsrechtlichen Vorgaben sichergestellt werden. Die aufsichtsrechtlichen Hinweise ermöglichen die Gewährleistung einer rechtssicheren Anwendung und Umsetzung der jeweiligen Gesetze.[23]

Dieser Zielkonflikt wird durch die insbesondere im Fondsgeschäft vorherrschende Informationsasymmetrie erschwert. Jede Informationsasymmetrie im Fondsmarkt führt zu erhöhten Transaktionskosten und Marktverzerrungen. Zu Sicherung des Vertrauens in den Markt und die Vertragspartner ist deshalb eine Reduktion der Informationsasymmetrie unabdingbar. Die dafür

---

19 Art. 4 FMAG.

20 Liechtenstein, Schweiz, Österreich, Deutschland und weitere Länder.

21 <http://www.fma-li.li/fma/fma-liechtenstein.html>.

22 OGBAMICHAEL, 51.

23 OGBAMICHAEL, 52.

erforderliche Transparenz zur Auflösung der Informationsasymmetrie darf jedoch nicht zu einem kontraproduktiven „Information Overload“ führen.[24]

III. AIFM-RL und deren Umsetzung in Liechtenstein

1. Regelungsgegenstand der AIFM-RL

Die AIFM-RL[25] hat zum Ziel, den Verwalter[26] von alternativen Investmentfonds (AIFM) zu regulieren, dies im Gegensatz zur OGAW IV-RL, welche auf der Produktebene den Regulierungsschwerpunkt setzt. Die Regulierung der Produkte erfolgt unter der AIFM-Regulierung nur indirekt über die Verwalter selbst. Mit der AIFM-RL soll ein europäischer Binnenmarkt für AIFM geschaffen werden. Zudem bezweckt die AIFM-RL die Schaffung eines harmonisierten und strikten Regulierungs- und Kontrollrahmens für die Tätigkeiten denjeniger AIFM, welche ihren Sitz entweder in einem anderen Mitgliedstaat oder aber auch in einem Drittland (bspw. Schweiz) haben, sofern Management und/oder Vertriebsaktivitäten in der EU ausgeübt werden.[27] Die AIFM-RL umfasst somit die Vorschriften für die Zulassung, die laufende Tätigkeit und die Transparenz von AIFM, welche Alternative Investmentfonds (AIF) in der EU verwalten oder vertreiben.[28] Bedeutsam ist, dass es keine Rolle spielt, ob es sich beim AIF um einen offenen oder geschlossenen Fonds handelt und es auch irrelevant ist, in welcher Rechtsform[29] oder mit welcher Rechtsstruktur der AIF errichtet wurde.[30]

---

24 Vgl. dazu zur Umsetzung der AIFM-RL LÖTSCHER/BONT, S. 71 ff.

25 Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds und zur Änderung der Richtlinien 2003/41/EG und 2009/65/EG und der Verordnungen (EG) Nr. 1060/2009 und (EU) Nr. 1095/2010, ABl 174/1 vom 1. Juli 2011.

26 Alternative Investment Fund Managers, AIFM.

27 ABl 174/1 vom 1. Juli 2011, E 4.

28 ABl 174/1 vom 1. Juli 2011, Art. 1.

29 Vertrag, Trust, Satzung oder eine andere Rechtsform.

30 ABl 174/1 vom 1. Juli 2011, Art. 2 (2).

Als AIF selbst gilt jeder Organismus für gemeinsame Anlagen[31], der keine Genehmigung nach OGAW-IV RL[32] benötigt.[33] Der Vertrieb sämtlicher AIF richtet sich in erster Linie an die professionellen Anleger nach MiFID[34], unter gewissen Voraussetzungen ist jedoch (innerstaatlich) auch der Vertrieb von AIF an Privatanleger möglich.[35] Die AIFM-RL gibt zunächst den Rahmen zur Regulierung und Beaufsichtigung der AIFM vor. Die Richtlinie enthält über 50 Ermächtigungen zum Erlass konkretisierender Level-II-Massnahmen[36], die von der Europäischen Kommission unter Mitarbeit der ESMA[37] erlassen werden. Die AIFM-RL muss somit stets i.V.m. den delegierten Verordnungen der Europäischen Kommission sowie den Guidelines und Technical Standards der ESMA betrachtet werden und soll in der EU ab

---

31 Nach ABl 174/1 vom 1. Juli 2011, Art. 4 (1) a gilt als OGAW diejenige kollektive Anlageform, welche von einer Anzahl von Anlegern Kapital einsammelt, um es gemäss einer festgelegten Anlagestrategie zum Nutzen dieser Anleger zu investieren. Interessant ist der Vergleich zur Definition der kollektiven Kapitalanlage in der Schweiz. Nach Art. 2 Abs. 1 AFG 1966 wurde ein Anlagefonds als ein Vermögenbezeichnet, das auf Grund öffentlicher Werbung von den Anlegern zum Zwecke gemeinschaftlicher Kapitalanlage aufgebracht und von der Fondsleitung nach dem Grundsatz der Risikoverteilung für Rechnung der Anleger verwaltet wird. LANDERT, 31, bezeichnet „Anlagezweck", „Anlegerkollektiv", die „breite Risikostreuung" und die „professionelle Verwaltung durch Dritte" als Tetralogie der Wesensmerkmale von Fonds in der Schweiz.

32 ABl L 302/32 vom 17. November 2009, Art. 5.

33 ABl 174/1 vom 1. Juli 2011, Art. 4 (1).

34 Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente (Abl. EU Nr. L 145/1 vom 30. April 2004), Anhang II.

35 ABl 174/1 vom 1. Juli 2011, Art. 43.

36 Delegierte Verordnung (EU) Nr. 231/2013 der Kommission vom 19. Dezember 2012 zur Er-gänzung der Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Ausnahmen, die Bedingungen für die Ausübung der Tätigkeit, Verwahrstellen, Hebelfi-nanzierung, Transparenz und Beaufsichtigung, L 83/1 vom 22. März 2013.

37 European Securities Markets Authority, <www.esma.europa.eu>.

dem 22. Juli 2013 Anwendung finden. Die AIFM-RL ist im Prozess der Aufnahme in den EWR-Acquis[38].[39]

2. Umsetzung der AIFM-RL in Liechtenstein

a) Meilensteine der Umsetzung der AIFM-RL

Die Umsetzung der AIFM-RL in Liechtenstein erfolgt, wie auch schon bei der Implementation der OGAW IV-RL, durch ein eigenständiges Gesetz. Das AIFMG[40] und das bereits seit 2011 in Kraft stehende UCITSG sollen den Fondsstandort Liechtenstein sowohl für OGAW wie auch für AIF attraktiver gestalten.

Die liechtensteinische Regierung hat bereits 2009 das Projekt Fondsplatz Liechtenstein im Rahmen der OGAW IV-RL lanciert und nun 2012 in neuer Struktur zur Umsetzung der AIFM-RL fortgesetzt. „[Das AIFMG] sichert sowohl die Finanzmarktstabilität als auch den Schutz der Anleger in liechten-

---

38 Als EWR-Acquis bezeichnet man den von den drei Staaten Island, Norwegen und Liechtenstein im Rahmen des EWR-Abkommens übernommen Teil des EU-Rechts. Davon ausgenommen sind die gemeinsame Steuerpolitik, die gemeinsame Agrar- und Fischereipolitik der EU sowie die Handelspolitik gegenüber Drittländern. Vgl. dazu <http://www.llv.li/amtsstellen/llv-sewr-dokumente_publikationen-ewr-abkommen.htm>; siehe dazu auch I.1.b).

39 Für den europäischen Marktzugang müssen die EWR/EFTA-Staaten EWR-relevante Richtlinien der EU – so auch die AIFM-Richtlinie – vorab in das EWR-Abkommen übernehmen. Die Übernahme der AIFM-Richtlinie in das EWR-Abkommen ist zum heutigen Zeitpunkt noch nicht vollzogen. Diese Übernahme ist Voraussetzung für die Erteilung des EU-Passes, der als Bestandteil der Zulassung für die europaweite grenzüberschreitende Verwaltung und den Vertrieb von alternativen Fonds notwendig ist. Die Verzögerung ergibt sich trotz intensiver Bemühungen Liechtensteins aus dem im EWR-Abkommen unter den Vertragsparteien zur Anwendung gelangenden „Einstimmigkeitsprinzip“. Eine Übernahme der AIFM-Richtlinie bis 22. Juli 2013 ist sehr wahrscheinlich nicht mehr möglich bzw. kann die Dauer der Verzögerung derzeit nicht abschliessend bestimmt werden. Für Fragen bezüglich des aktuellen Standes der Übernahme ist die Stabsstelle für internationale Finanzplatzagenden (SIFA) der Landesverwaltung zuständig.

40 Gesetz über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMG) vom 19. Dezember 2012 (LGBl. 2013 Nr. 49). Gestützt auf das AIFMG wurde am 29. Januar 2013 zudem die Verordnung über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMV) erlassen (LGBl. 2013 Nr. 76).

steinischen Finanzprodukten und bietet eine grosse Chance zur Förderung des Fondsplatzes Liechtenstein. Diese Chance besteht insbesondere darin, dass Liechtenstein infolge der langjährigen Erfahrung im Wealth-Management und im Finanzdienstleistungsbereich allgemein sowie aufgrund anderer günstiger infrastruktureller Voraussetzungen für den internationalen Fondsmarkt neben etablierten Fondsplätzen wie Luxemburg oder UK eine signifikant stärkere Rolle als Standort für Verwalter alternativer Investmentfonds und deren Produkte einnehmen kann."[41]

Der liechtensteinische Landtag hat in der ersten Lesung am 21. Juni 2012 das AIFMG gemäss BuA[42] Nr. 54/2012 beraten. Das AIFMG wird als Kompromiss zwischen der Umsetzung der AIFM-RL, der Förderung des Fondsplatzes, der Sicherstellung eines starken Anlegerschutzes und einer starken Aufsicht angesehen.[43]

Die Regierung des Fürstentums Liechtenstein hat in der Sitzung vom 6. November 2012 die Stellungnahme zum AIFMG und die Abänderung weiterer damit zusammenhängender Gesetze an den liechtensteinischen Landtag verabschiedet.[44]

Die Schaffung des AIFMG gemäss BuA Nr. 132/2012 wurde in zweiter Lesung durch den liechtensteinischen Landtag am 21. Dezember 2012 beraten und verabschiedet.[45]

Anträge auf Zulassung eines AIFM und Anträge auf Autorisierung oder Zulassung der von diesem verwalteten AIF können ab dem 1. April 2013 bei der FMA gestellt werden. Die Zulassung oder Autorisierung gilt ab dem Inkrafttreten des Gesetzes per 22. Juli 2013.[46]

---

41 BuA zum AIFMG Nr. 54/2012, S. 6.

42 Bericht und Antrag, entspricht der Botschaft des schweizerischen Bundesrates.

43 <http://www.landtag.li/protokolle/default.aspx?mode=lp&prim=2012&value=6&tag=21&id=7212&backurl=?mode=lp%26prim=2012%26value=6%26tag=21>.

44 <http://www.llv.li/amtsstellen/llv-ikr-pressemitteilungen/pressemitteilungen-alt.htm?pmid=175622&lpid=3789&imainpos=2162>.

45 <http://www.landtag.li/default.aspx?newsid=-3&aid=0&news=45882>.

46 Art. 189 AIFMG.

b) Paradigmenwechsel bei der Managerregulierung

aa) Verwaltungsgesellschaftsmodell unter dem IUG

Die Verwaltungsgesellschaft ist eine juristische Person, welche das IU für Rechnung der Anleger verwaltet. Das IU ist ein Vermögen, das aufgrund öffentlicher Werbung beim Publikum von einer Verwaltungsgesellschaft zum Zweck der gemeinschaftlichen Kapitalanlage beschafft und für gemeinsame Rechnung der Anleger nach dem Grundsatz der Risikostreuung verwaltet wird, dies entweder als Anlagefonds oder als Anlagegesellschaft.[47]

Das klassische Verwaltungsgesellschaftsmodell nach IUG präsentiert sich nun wie folgt:

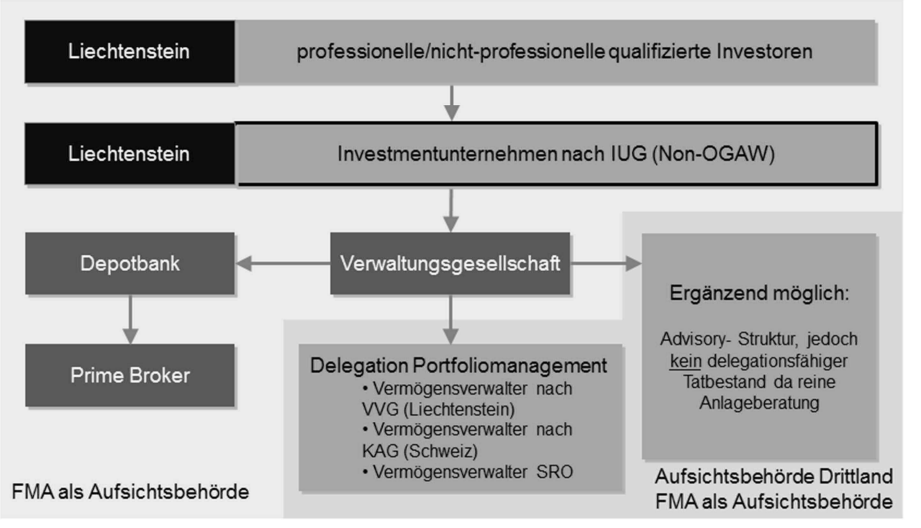

Abbildung 2: Verwaltungsgesellschaftsmodell nach IUG (eigene Darstellung).

Der Anlagefonds wird in der Rechtsform der Kollektivtreuhänderschaft[48], die Anlagegesellschaft dagegen in der Rechtsform der Aktiengesellschaft

47 Art. 2 Abs. 1 lit. a IUG.

48 Art. 261-367 PGR, Personen- und Gesellschaftsrecht (PGR) vom 20. Januar 1926 (LGBl. 1926 Nr, 4).

oder der Europäischen Gesellschaft (SE[49]) gegründet. Beim Anlagefonds als klassisches IU ist die Verwaltungsgesellschaft auch die Fondsleitung. Bei der Anlagegesellschaft gilt die Anlagegesellschaft selbst (selbstverwaltet) oder eine von ihr benannte Drittgesellschaft (fremdverwaltet) als Verwaltungsgesellschaft.[50]

Die Verwaltungsgesellschaft[51] und die Depotbank[52] sind die beaufsichtigten Finanzintermediäre in Liechtenstein. Eine Delegation von Aufgaben – unter anderem die Delegation des Portfoliomanagements – ist möglich, wenn die Voraussetzungen nach Art. 25 IUG und Art. 34 IUV eingehalten sind. Die Verwaltungsgesellschaft wird durch die Delegation an Dritte nicht von ihrer Haftung befreit. Sie sorgt für die notwendige Instruktion sowie die zweckmässige Überwachung und Kontrolle des beauftragten Dritten.[53] Im Anwendungsbereich des IUG ist eine Delegation des Portfoliomanagements an Vermögensverwalter, welche in der Schweiz einer Selbstregulierungsorganisation (SRO) oder der GWG-Aufsicht der FINMA als DUFI angeschlossen sind, möglich. Ergänzend können unter dem Verwaltungsmodell nach IUG auch Advisory-Strukturen eingesetzt werden.

Die Abgrenzung der Vermögensverwaltung (Portfoliomanagement) zur Anlageberatung (Advisory) setzt jedoch eine klare Definition voraus. Anlageberatung definiert sich nach BERTSCHINGER als „die aktive Mitwirkung eines Bankiers (oder anderer Fachleute) bei der Planung einer Investition oder einer Umdisposition von Vermögenswerten.“[54] Anlageberatung und Vermögensverwaltung befriedigen dasselbe Anlegerinteresse. Der Berater macht bei der Anlageberatung jedoch *ausschliesslich* Anlagevorschläge, während er bei der Vermögensverwaltung für den Kunden die Anlageentscheide direkt trifft.[55] Die Verwaltungsgesellschaft hat den Anlagevorschlag jeweils im

---

49 Gesetz über das Statut der Europäischen Gesellschaft (Societas Europaea, SE) vom 25. November 2005 (LGBl. 2006 Nr. 26).

50 Art. 2 Abs. 1 lit. b IUG.

51 Art. 24 ff. IUG.

52 Art. 30 ff. IUG.

53 Art. 25 Abs. 4 IUG.

54 BERTSCHINGER, 2.

55 BERTSCHINGER, 5.

Einzelfall auf Übereinstimmung mit der Anlagestrategie resp. dem Fondsreglement zu prüfen und dann den eigentlichen Anlageentscheid selbst zu treffen. Klassischerweise wurde bei Private-Label-Fonds der Promotor[56] als Portfoliomanager oder als Advisor eingesetzt und im Fondsprospekt offengelegt.

Da sich die liechtensteinischen Verwaltungsgesellschaften durch die grenzüberschreitende Delegation des Portfoliomanagements der Endverantwortung für den Anlageentscheid nur schwer erwehren können, gehen sie ein Risiko für sich und auch für den Finanzplatz Liechtenstein ein.

Für IU nach IUG gelten bis zum 22. Juli 2014 weiterhin die Vorschriften des IUG, es sei denn, der AIFM erklärt schriftlich gegenüber der FMA, das AIFMG für den relevanten IU zu einem früheren Zeitpunkt anwenden zu wollen.[57] Ab dem 22. Juli 2013 sind sämtliche IU zwingend in der Form des AIF nach dem AIFMG zu gründen.

bb) Managermodell unter AIFMG

Das Managermodell unter dem AIFMG in Liechtenstein bezweckt nun u.a. den Portfoliomanager[58] in Umsetzung der AIFM-RL einer verstärkten Regulierung zu unterwerfen.

Die Verantwortlichkeiten zwischen Administrator und Portfoliomanager werden im Gegensatz zum Verwaltungsgesellschaftsmodell nach IUG klarer geregelt. Der Portfoliomanager steht als AIFM als zentraler Treiber einer Fondsstruktur im Zentrum des Geschehens. Die Verwaltungstätigkeit des AIFM umfasst zumindest das Portfoliomanagement und/oder das Risikomanagement.[59] Der bisher unter dem IUG kraft Delegation eingesetzte Vermögensverwalter wird nun als AIFM bewilligungspflichtig. Die Verwaltungsge-

---

56 Unternehmen [/ oder Privatperson], das [/ die] Anlagefonds konzipiert und in der Regel auch vertreibt, die Errichtung und Verwaltung des Anlagefonds jedoch an einen Dritten delegiert. Die Funktion als Promotor ist gesetzlich nicht geregelt […]. vgl. <http://www.swissfunddata.ch/sfdpub/de/glossary/index/P>.

57 Art. 185 AIFMG, Opting-in-Klausel.

58 In der bisherigen Praxis oft deckungsgleich mit dem Promotor des Anlagefonds.

59 ABl 174/1 vom 1. Juli 2011, Anhang I Ziffer 1; Art. 4 Nr. 22 AIFMG.

sellschaft nach IUG wird kraft Übergangsbestimmungen ohne Zutun zum zugelassenen Administrator.[60] Dies gilt jedoch nur bis zum 22. Juli 2014. Bis dahin ist spätestens der ordentliche Antrag auf Zulassung als Administrator bei der FMA einzureichen.

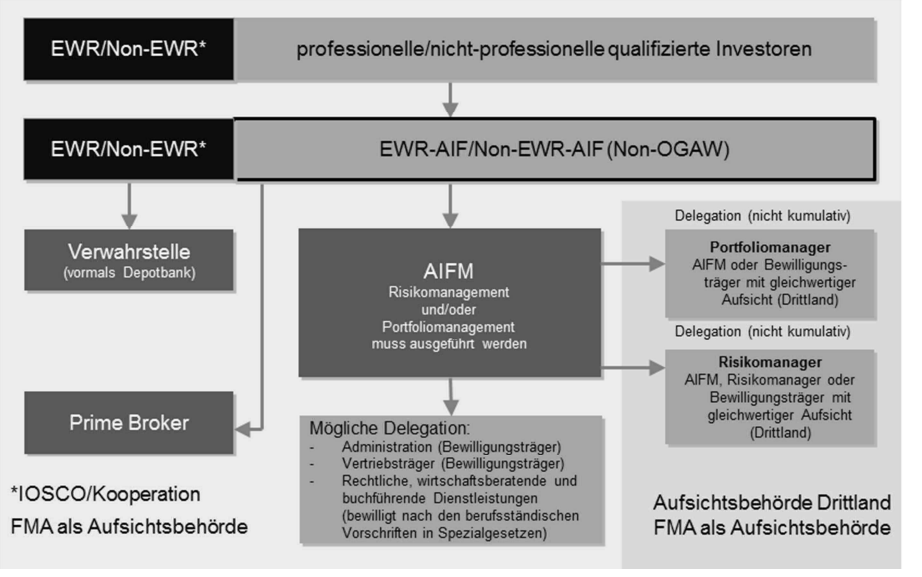

Abbildung 3: Managermodell nach AIFMG (eigene Darstellung).

Schwerpunkt des AIFMG bildet weiter die Abkoppelung vom schweizerischen Kollektivanlagengesetz (KAG resp. vom AFG 1994[61]).[62] Im Gegensatz zur Regelung bei den Verwaltungsgesellschaften nach IUG erhalten die (grossen) AIFM den europäischen Pass, welcher die grenzüberschreitende Tätigkeit im EU-Raum erlaubt[63]. Die Tätigkeit des AIFM ist nicht mehr an

60 Art. 184 AIFMG.

61 Aufgehobenes Bundesgesetz über die Anlagefonds vom 18. März 1994 (Anlagefondsgesetz) (AS 1994, 2523) Fassung vom 18. März 1994, aufgehoben durch Bundesbeschluss am 23. Juni 2006 (BBl 2006, 5805).

62 BuA zum AIFMG Nr. 54/2012, 35.

63 Dies im Gegensatz zum kleinen AIFM nach Art. 3 AIFMG.

den Sitz des AIF gebunden.[64] Das AIFMG erweitert zudem die Verwahrmöglichkeit von EWR-AIF der Depotbank unter gewissen Voraussetzungen auch auf die Treuhänder nach Treuhändergesetz.[65] Für Nicht-EWR-AIF muss die Verwahrstelle ihren Sitz im Sitzstaat des AIF, im Herkunftsmitgliedstaat des AIFM oder im EWR-Referenzstaat des AIFM haben.[66]

Eine besondere Herausforderung stellt für den Platz Liechtenstein zudem die Überleitung und Neuzulassung der bestehenden Strukturen nach IUG dar. Diese werden in den Übergangsbestimmungen zum AIFMG ausführlich geregelt.[67]

IV. Regulierung von Private-Equity-Fondsmanager

1. Chancen und Risiken für die Private-Equity-Branche

Die Private-Equity-Fondsmanager werden durch die Umsetzung und Anwendung der AIFM-RL in den Mitgliedstaaten vor einige Herausforderungen gestellt.[68] „Alleine schon die Bestimmung des AIFM ist bei Private-Equity-Fondsstrukturen nicht einfach. Diese sind meistens als Personengesellschaften organisiert. Der Manager kann nun somit der mit der Geschäftsführung betraute Gesellschafter oder ein Dritter sein. Ob bei Einsetzung eines (unabhängigen) Dritten immer noch von einer Auslagerung gesprochen werden kann, hängt wiederum von der konkreten Aufgabenverteilung ab.“[69]

---

64 BuA zum AIFMG Nr. 54/2012, 36.

65 Art. 57 AIFMG.

66 Art. 58 Abs. 2 AIFMG.

67 BuA zum AIFMG Nr. 54/2012, 38; Art. 181-189 AIFMG.

68 Als last exit vor der Regulierung kann hier die Ausnahmeklausel in der AIFM-RL gelten, welche besagt, dass wenn ein AIFM bei den verwalteten AIF des geschlossenen Typs keine *zusätzlichen* Anlagen tätig, vom Geltungsbereich der Richtlinie ausgenommen ist, ABl 174/1 vom 1. Juli 2011, Art. 61 (3).

69 VOLHRAD/KRUSCHKE, 22 ff.

Die in der Praxis häufig vorzufindende Form beinhaltet einen Schweizer Advisor welcher gestützt auf einen Beratungsvertrag Dienstleistungen für eine Limited Partnership erbringt und von dieser auch entschädigt wird.

Die Struktur mit Einbindung eines Schweizer Advisors in die meist in einer Offshore-Jurisdiktion gehaltenen Limited Partnership kann wie folgt dargestellt werden.

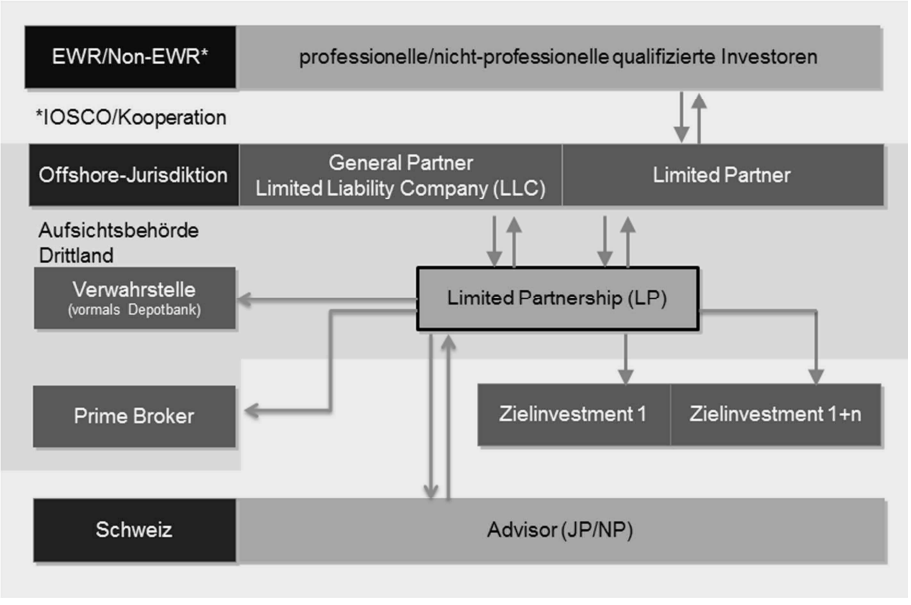

Abbildung 4: Klassisches Private-Equity-Modell (eigene Darstellung).

Im Partnership Agreement[70] wird das Rechtsverhältnis zwischen den Limited Partnern (Investoren) und den General Partnern (Geschäftsführer) festgehalten und die Kompensation des Geschäftsführers[71] sowie die Abgeltung der Investoren vereinbart. Trotz Ausgestaltung als Limited Partnership (LP) kann die Haftung des unbeschränkt haftenden Partners (Geschäftsführer als Gene-

70 Kann auch als Management Agreement bezeichnet werden.

71 Ausgestaltet als fixe Entschädigung bezogen auf die AuM und als variable Vergütung (auch Carried Interest genannt).

ral Partner) durch die Verwendung eines weiteren SPV[72] – in der Form einer Limited Liability Company (LLC) – beschränkt werden.[73]

Der Advisor in der Schweiz hat rechtlich gesehen eine nicht bewilligungspflichte Beratungstätigkeit inne. Faktisch könnte er jedoch über den Beratungsvertrag resp. über Side Letters starken Einfluss auf die Geschicke der General Partner der Limited Partnership (LP) in der Offshore-Jurisdiktion ausüben. In diesen Fällen würde der Advisor aus Sicht der Aufsicht als massgebend für den Anlageentscheid erachtet und so als AIFM auch bewilligungspflichtig. Die AIFM-RL kann unter diesen Voraussetzungen auf Advisor von Private-Equity-Fonds i.d.S. Anwendung finden, welche EU-AIF verwalten oder EU-AIF resp. Nicht-EU-AIF in der EU vertreiben.[74]

Pro memoria: Das KAG hat mit den beiden geschlossenen kollektiven Kapitalgesellschaften (KGK und SICAF) auch zwei Gefässe für Private Equity zur Verfügung gestellt, die in der Praxis jedoch kaum genützt werden.[75] Diese Strukturen fallen – sofern sie einen Fonds in der EU verwalten oder Fondsanteile in der EU vertreiben – grundsätzlich auch in den Geltungsbereich der AIFM-RL.

2. Konkrete Ausgestaltung in Liechtenstein

a) Zulassung eines AIFM in Liechtenstein

Ab dem 1. April 2013 wird es möglich sein, bei der FMA Liechtenstein das Gesuch um eine AIFM-Zulassungsbewilligung einzureichen.[76] Aufgrund der positiven Erfahrungen bei der OGAW IV-RL resp. UCITSG-Umstellung wird die FMA auch beim AIFMG Templates sowie Wegleitungen für die Intermediäre zur Verfügung stellen. Binnen zehn Tagen nach Eingang des

---

72 Abk. für Special Purpose Vehicle (Zweckgesellschaft). Eine Zweckgesellschaft ist eine juristische Person, die für einen eng umgrenzten Zweck und tlw. nur für einen vorher definierten Zeitraum gegründet wird und Anwendung findet.

73 HOSTETTLER, 69.

74 ABl 174/1 vom 1. Juli 2011, Art. 2 (1) b/c.

75 HOSTETTLER, 68.

76 Art. 189 AIFMG.

vollständigen Antrages erhält der Intermediär die Eingangsbestätigung.[77] Bei Erfüllung der Voraussetzungen ist mit der Bewilligung binnen drei Monaten zu rechen.[78] Entgegen der Regelung im UCITSG-Bereich kennt das AIFMG jedoch keine Genehmigungsfiktion auf Ebene AIFM. Die Zulassung als AIFM kann für alle oder nur für einzelne Arten (Typen)[79] von AIF erfolgen. Möchte der AIFM zusätzlich zu den AIF auch OGAW (UCITS) verwalten, muss dieser zusätzlich um eine Zulassung nach UCITSG ersuchen. Der AIFM muss zumindest die Portfolioverwaltung und/oder das Risikomanagement übernehmen.[80] Zusätzlich kann der AIFM auch um die Zulassung für die Administration und die weiteren Tätigkeiten im Zusammenhang mit den Vermögenswerten eines AIF ersuchen.[81]

Als grundsätzliche Voraussetzungen für die Zulassung als AIFM[82] gelten:[83]

- Der AIFM muss ein Mindestkapital von 125 000 EUR resp. beim selbstverwaltenden AIF ein Mindestkapital von 300 000 EUR ausweisen.[84]
- Die Geschäftsleitung besteht aus mindestens zwei Personen die fachlich qualifiziert und persönlich integer (fit und proper) sein müssen.
- Der Geschäftsplan gibt den organisatorischen Aufbau wieder und zeigt auf, wie der AIFM seinen Pflichten nachkommt.

---

77 Art. 31 Abs. 4 AIFMG.

78 Art. 31 Abs. 5 AIFMG, mit Möglichkeit der Verlängerung dieser Frist auf höchstens sechs Monate, wenn dies zum Schutz der Anleger oder des öffentlichen Interesses erforderliche sein sollte (Art. 31 Abs. 6 AIFMG).

79 Art. 29 Abs. 6 AIFMG; Folgende Typen sind definiert: AIF für liquide Anlagen (Art. 62 AIFMV), AIF für illiquide Anlagen (Art. 63 AIFMV), Flexfonds (Art. 63 AIFMV) und gehebelte AIF (Art. 65 AIFMV). Die FMA kann diese Fondstypen weiter konkretisieren (Art. 61 AIFMV).

80 Art. 29 Abs. 4 AIFMG.

81 Art. 29 Abs. 2 AIFMG.

82 Die konkreten und detaillierten Anforderungen werden per 1. April 2013 auf der Website der FMA aufgeschaltet, <www.fma.li.li>.

83 Art. 30 Abs. 1 AIFMG, Verweigerungsgründe nach Art. 30 Abs. 2 AIFMG.

84 Art. 32 AIFMG; Betrag in EUR resp. jeweils der Gegenwert in CHF.

- Qualifizierte Beteiligte gewährleisten eine solide und umsichtige Führung des AIFM.
- Hauptverwaltung und Sitz des AIFM müssen in Liechtenstein sein. Es gilt das Hüllenverbot.
- Gewährleistung der Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben zur Vergütungspolitik.[85]
- Delegation an Dritte nach den gesetzlichen Vorschriften.[86]

Die Zulassung als AIFM nach AIFMG gilt in sämtlichen EU/EWR Mitgliedstaaten und berechtigt den AIFM zum Vertrieb und zu Verwaltung von AIF innerhalb der EU/EWR.[87]

b) Besonderheiten für die Private-Equity-Branche

aa) Konkrete Einbindung und Kontrollpflichten der Verwahrstelle

Die Aufgaben der zwingend vorgeschriebenen Verwahrstelle sind in Art. 21 AIFM-RL geregelt. Interessant für die Private-Equity-Branche ist die Unterscheidung von depotfähigen Finanzinstrumenten und der Übertragung von Eigentum an sonstigen Vermögenswerten.[88] Liechtenstein hat die innerstaatliche Flexibilität der AIFM-RL genützt und die klassische Depotbank als Verwahrstelle mit den nach Treuhändergesetz zugelassenen Treuhändern ergänzt. Diese sind berechtigt, bei geschlossenen Fonds[89], welche grundsätzliche nicht in verbuchungsfähige Finanzinstrumente[90] investiert sein dürfen,

85 Art. 36 AIFMG.

86 Art. 46 AIFMG.

87 Art. 29 Abs. 1 AIFMG.

88 Art. 21 Abs. AIFM-RL sowie Art. 57-64 AIFMG.

89 Definiert als AIF, bei denen innerhalb von fünf Jahren nach der Tätigung der ersten Anlagen keine Rücknahmerechte ausgeübt werden können (Art. 57 Abs. 2 lit. c AIFMG).

90 Richtlinie 2006/73/EG vom 10. August 2006 der Kommission zur Durchführung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die organisatorischen Anforderungen an Wertpapierfirmen und die Bedingun-

die Verwahrstellenfunktion auszuüben. Bei Private-Equity-Transaktionen, bei denen mittels eines SPV oft gerade nicht verbuchungsfähige Finanzinstrumente eingesetzt werden, hat die Verwahrstelle die Rechtsinhaberschaft des AIF zu prüfen und zu registrieren. Die Verwahrstelle muss zudem das Register der Vermögenswerte aktuell halten.[91] Der AIFM stellt für jeden AIF angemessene und stimmige Bewertungsverfahren nach Art. 43 bis 45 AIFMG sicher, die Verwahrstelle hat diese Bewertung nach Art. 59 Abs. 2 lit. b AIFMG und den konstituierenden Dokumenten zu prüfen.[92]

bb) Trennung von Portfoliomanagement und Risikomanagement

Grundvoraussetzung ist für den AIFM die Ausübung von Portfoliomanagement und/oder Risikomanagement,[93] zumindest eine dieser Funktionen muss der AIFM selber ausüben. Die restlichen Funktionen[94] sind gemäss den Bestimmungen von Art. 46 AIFMG übertragbar. Funktionen wie Administration[95] und Vertriebsträgerschaft dürfen optional nur an durch die FMA zugelassene Bewilligungsträger vergeben werden.[96] Für rechtliche, wirtschaftsbe-

---

gen für die Ausübung ihrer Tätigkeit sowie in Bezug auf die Definition bestimmter Begriffe für die Zwecke der genannten Richtlinie (Die Durchführungsrichtlinie 2006/73/EG beinhaltet vor allem Begriffsbestimmungen und führt die Organisationspflichten der Wertpapierfirmen hinsichtlich Art. 13 MiFID 2004/39/EG weiter aus), Abl 241/26 vom 2. September 2006, Art. 16.

91 Art. 29 Abs. 1 lit. b AIFMG.

92 Vgl. dazu auch <http://www.pwc.de/de/finanzinvestoren/private-equity-branche-steht-vor-dem-umbruch.jhtml>.

93 ABl 174/1 vom 1. Juli 2011, Anhang I Ziffer 1; Art. 4 Nr. 22 AIFMG; Art. 29 Abs. 4 AIFMG.

94 Administration und die weiteren Tätigkeiten im Zusammenhang mit den Vermögensverwerten.

95 Gem. Art. 4 Abs. 1 Ziff. 43 AIFMG zählen zur Administration die rechtlichen Dienstleistungen sowie Dienstleistungen in der Fondsbuchhaltung und Rechnungslegung, Bewertung und Preisfestsetzung der Anteile von AIF, einschliesslich Steuererklärungen, Überwachung der Einhaltung der Rechnungslegungsvorschriften, Führen eines Anteilsregisters, Gewinnausschüttung, Ausgabe und Rücknahme von Anteilen, Kontraktabrechnungen, einschliesslich Versand der Zertifikate, und Führung von Aufzeichnungen.

96 Art. 65-68 AIFMG.

ratende und buchführende Dienstleistungen ist eine spezifische Delegation nach den dafür massgeblichen berufsständischen Vorschriften möglich.[97] Übt der AIFM Portfolio- und Risikomanagement selber aus, ist die Befähigung der involvierten Personen im Rahmen der Gesuchstellung nachzuweisen. Den speziellen Begebenheiten im Private-Equity-Bereich folgend ist die Trennung der beiden Funktionen auch auf Einzelfallbasis in einer Ergänzung zum Organisationsreglement des AIFM möglich. Voraussetzung dafür ist jedoch, dass sich der AIFM grundsätzlich auf die Verwaltung und den Vertrieb von Private-Equity-Fonds konzentriert.[98] Die Bestimmung von hauptverantwortlichen Personen (gesondert) für das Portfoliomanagement und das Risikomanagement ist jedoch auch hier vorzunehmen.

cc) Informationspflichten bei Transaktionen

In Umsetzung der AIFM-RL[99] hat der liechtensteinische Gesetzgeber die Artikel zum Erwerb der Kontrolle über Unternehmen legiferiert. Kontrolle über ein Unternehmen bedeutet nach Art. 96 Abs. 2 AIFMG das Halten von mehr als 50 Prozent der Stimmrechte.

Der AIFM mit Sitz in Liechtenstein hat binnen zehn Arbeitstagen nach dem Kontrollerwerb diesen der Zielgesellschaft, den Gesellschaftern, deren Adressen ihm bekannt oder zugänglich sind, sowie der FMA mitzuteilen.[100] Weiter legt das AIFMG konkrete Schwellenwerte betreffend Erwerb, Verkauf oder Halten von Anteilen einer Zielgesellschaft fest, bei deren Über- oder Unterschreiten die FMA zu informieren ist.[101] Auszüge aus den Jahresberichten der Zielgesellschaften sind zudem in den Jahresbericht des AIFM aufzunehmen.[102] Ausgenommen von dieser restriktiven Informationspflicht gegenüber dem Anleger und der Aufsichtsbehörde sind kleine und mittlere

---

97 Art. 65 Abs. 3 AIFMG.

98 Die FMA wird zu dieser und anderen Fragen im Rahmen des Gesuches um Zulassung als AIFM und der weiteren Bewilligungsträger eine Wegleitung publizieren.

99 ABl 174/1 vom 1. Juli 2011, Art. 26-30.

100 Art. 97 Abs. 1 AIFMG.

101 Art. 99 Abs. 1 AIFMG.

102 Art. 100 AIFMG.

Unternehmen sowie Zweckgesellschaften für den Erwerb, den Besitz und die Verwaltung von Immobilien.[103]

Elementar für die Private-Equity-Branche ist auch die Regelung zur Zerschlagung von Unternehmen in Art. 101 Abs. 1 AIFMG. Der AIFM darf innerhalb von 24 Monaten nach dem Kontrollerwerb die Reduzierung der Eigenkapitalausstattung der Zielgesellschaft durch Ausschüttung, Kapitalherabsetzung oder Aktienrückkauf weder gestatten noch ermöglichen, unterstützen oder anordnen noch in den Leitungsgremien der Zielgesellschaft dafür stimmen. Der AIFM hat sich bestmöglich gegen die Reduzierung der Eigenkapitalausstattung einzusetzen.

V. Europäische Verordnung über Risikokapitalfonds

1. Regelungsgegenstand und Geltungsbereich

Die Europäische Kommission hat am 7. Dezember 2012 den Vorschlag für eine Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds[104] veröffentlicht. Kernpunkt des VO-Vorschlages[105] ist die Schaffung eines gemeinsamen Regelwerks für die Vermarktung von Fonds unter der Bezeichnung „Europäischer Risikokapitalfonds". Mit diesem eigenständigen Rechtsakt wird für die Risikokapitalfonds ein europäischer Pass eingeführt. Mit der Privilegierung der Verwalter von „Europäischen Risikokapitalfonds" will die Europäische Kommission die Finanzierungsmöglichkeiten für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) stärken. Die durchschnittliche Grösse der Risikokapitalfonds in Europa soll gesteigert werden, damit diese das optimale Volumen für eine diversifizierte Investitionsstrategie erreichen und auch einen zweck-

---

[103] Art. 96 Abs. 3 AIFMG; Kleine und mittlere Unternehmen sind Unternehmen, die weniger als 250 Personen beschäftigen und die entweder höchstens einen Jahresumsatz erzielen, der 50 Millionen EUR oder den Gegenwert in einer anderen Währung entspricht, oder deren Jahresbilanzsumme höchstens einen Betrag ausmacht, der 43 Millionen EUR oder den Gegenwert in einer anderen Währung entspricht.

[104] Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates vom 7. Dezember 2012 über Europäische Risikokapitalfonds, KOM (2011) 860.

[105] Vorschlag der Verordnung.

mässigen Kapitalbeitrag an die einzelnen Unternehmen leisten können, um eine reale Wirkung erzielen zu können.[106]

Diese Verordnung gilt für sämtliche *Verwalter* von OGA[107], welche

- in einem EU/EWR-Mitgliedstaat niedergelassen sind,
- als kleiner AIFM[108] in einem EU/EWR-Mitgliedstaat registriert sind und
- Portfolios qualifizierter Risikokapitalfonds verwalten, deren gesamte verwaltete Vermögenswerte den Schwellenwert von 500 Mio. EUR nicht überschreiten.

Als qualifizierter Risikokapitalfonds gilt ein OGA, der mindestens 70 Prozent des aggregierten eingebrachten Kapitals und des noch nicht eingebrachten zugesagten Kapitals in Vermögenswerte investiert, die als qualifizierte Anlagen gelten.[109] Qualifiziert sind Anlagen dann, wenn diese Beteiligungen[110] alternativ von einem qualifizierten Portfolio-Unternehmen direkt oder indirekt erworben werden.

Die qualifizierten Portfoliounternehmen als Zielunternehmen sind nach VO-Vorschlag klar definiert. Diese dürfen kumulativ nicht an einem geregelten Markt nach MiFID[111] notiert sein, müssen weniger als 250 Personen beschäftigen, dürfen entweder einen Jahresumsatz von höchstens 50 Mio EUR oder eine Jahresbilanzsumme von höchstens 43 Mio. EUR haben und zudem dürfen diese Zielunternehmen selbst kein OGA sein.[112]

---

106 <http://europa.eu/rapid/press-release_IP-11-1513_de.htm>.

107 OGA sind OGAW welche keine Zulassung nach Art. 5 OGAW-RL benötigen, somit sämtliche Non-OGAW, welche unter die AIFM-RL fallen, KOM (2011) 860 Art. 3 (b).

108 ABl 174/1 vom 1. Juli 2011, Art. 3 Abs. 2 und 3 resp. Art. 3 AIFMG.

109 Art. 3 (a) der KOM (2011) 860.

110 Eigenkapital- oder eigenkapitalähnliche Instrumente.

111 KOM (2011) 860, Art. 3 (d) i.V.m. Abl. EU Nr. L 145/1 vom 30. April 2004, Art. 4 Abs. 1 Nr. 14.

112 KOM (2011) 860, Art. 3 (d).

2. Zusammenspiel AIFM-RL und Verordnung Risikokapitalfonds

Erfüllt der Verwalter von OGA i.S. des „Europäischen Risikokapitalfonds" diese Voraussetzungen und fällt somit in den Geltungsbereich der VO, dann ist diese neben der AIFM-RL als lex specialis anwendbar.

Die Abgrenzung des VO-Vorschlages über Risikokapitalfonds zur AIFM-RL kann wie folgt dargestellt werden:

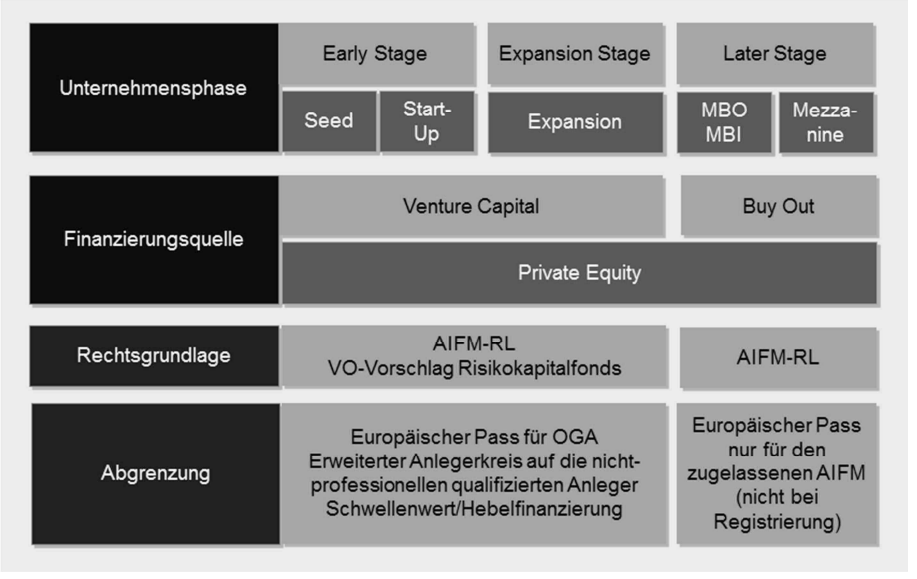

Abbildung 5: Abgrenzung VO-Vorschlag zur AIFM-RL (eigene Darstellung).

M.a.W. wird so der kleine Verwalter von OGA (i.S. des kleinen AIFM[113]) privilegiert, wenn dieser die Verwaltungstätigkeit auf den „Europäischen Risikokapitalfonds" beschränkt. Gem. AIFM-RL[114] ist es dem kleinen AIFM verwehrt, direkt grenzüberschreitend tätig zu sein. Zudem ist ein europäischer Pass ohne vollständige Unterstellung unter die AIFM-RL nicht realisierbar. Verwalter von „Europäischen Risikokapitalfonds" dagegen erhalten den europäischen Pass für den OGA.

---

113 ABl 174/1 vom 1. Juli 2011, Art. 3 (2) und (3).

114 ABl 174/1 vom 1. Juli 2011, Art. 3 (4).

Eine zweite Privilegierung betrifft den Anlegerkreis. Als Investoren sind nicht nur professionelle qualifizierte Anleger gemäss MiFID[115] vorgesehen, sondern ausdrücklich auch vermögende Privatpersonen.[116] Diese müssen sich u.a. zu einer Anlage in der Höhe von min. 100 000 EUR verpflichten und eine Einverständniserklärung betreffend den Risiken der Anlage abgeben. Der Risikokapitalfonds-Verwalter hat den Sachverstand, die Erfahrungen und die Kenntnisse des Anlegers zu bewerten.[117] Somit sind auch die sog. Business-Angels nicht von einer Investition in einem Risikokapitalfonds ausgeschlossen.

Neben der Privilegierung hinsichtlich der Vertriebsmöglichkeiten und des Anlegerkreises bestehen zwei gewichtige Einschränkungen auf Ebene des Verwalters von Risikokapitalfonds in Europa im Sinne des VO-Vorschlages.

Einerseits dürfen die verwalteten Vermögenswerte gesamthaft einen Schwellenwert von 500 Millionen EUR nicht überschreiten.[118] Anderseits ist dem Risikokapitalfonds die Kreditaufnahme und die Hebelfinanzierung auf Ebene des Fonds nicht gestattet.[119] Bei diesen Einschränkungen wird die regulatorische Verwandtschaft des Verwalters von europäischen Risikokapitalfonds i.S. Verordnung mit dem kleinen AIFM nach AIFM-RL klar erkennbar.

Die weiteren spezifischen Anforderungen[120] des VO-Vorschlags lehnen sich der AIFM-RL an, gehen jedoch weniger weit und auch die Kapitalanforderungen sind geringer. Auch gibt es keine speziellen Vorschriften zur den Verwahrerpflichten und dem Risikomanagement.

---

115 ABl. EU L 145/1 vom 30. April 2004, Anhang II.

116 KOM (2011) 860 E 14 i.S. der nicht-professionellen qualifizierten Anleger.

117 KOM (2011) 860, Art. 6.

118 KOM (2011) 860, E 5.

119 KOM (2011) 860, E 13.

120 KOM (2011) 860, Art. 7-12.

3. Umsetzung in Liechtenstein

Die Verordnung über die europäischen Risikokapitalfonds muss nach Inkraftsetzung durch die Europäische Kommission[121] von den EWR-Mitgliedstaaten in den EWR-Acquis übernommen werden. Die Verordnung ist nachfolgend direkt anwendbar. Dieser politische Prozess im EWR ist derzeit im Gange.

Die Risikokapitalfonds-Verwalter, welche für den Vertrieb ihrer qualifizierten Risikokapitalfonds unter den Geltungsbereich der Verordnung kommen wollen, haben der FMA die Absicht dazulegen und die notwendigen Informationen beizubringen.[122] Die ESMA führt eine im Internet öffentlich zugängliche Datenbank, in der alle Risikokapitalfonds-Verwalter aufgelistet sind, die in der Union gem. der Verordnung registriert worden sind.[123]

VI. Fazit

Die Umsetzung der AIFM-RL bringt weder für die Private-Equity-Branche noch für die Aufsicht eine One-Size-fits-all-Lösung. Der bisher de facto unregulierte Geschäftsbereich des Private Equity wird nun einer Regulierung durch die Finanzmarktaufsicht unterworfen. Dem einheitlichen Europäischen Vertriebspass stehen tiefgreifende Veränderung im Geschäftsmodell und der Organisation gegenüber. Der Vertrieb an Privatanleger ist nur noch in engen Grenzen möglich, da eine Erleichterung für vermögende Privatpersonen analog dem VO-Vorschlag für den Riskokapitalfonds keinen Eingang in die AIFM-RL gefunden hat. In Liechtenstein ist innerhalb der Landesgrenzen der Vertrieb an qualifizierte Anleger weiterhin möglich, im europäischen Markt jedoch sind hier durch MiFID starke Grenzen gesetzt.

Die ansteigende Regulierung ist selten kostenneutral umzusetzen. Viele Private-Equity-Häuser werden ihre Geschäftsstrategie überdenken müssen und

---

121 Geplant ist eine zeitgleiche Inkraftsetzung in den EU-Mitgliedstaaten mit der AIFM-RL per 22. Juli 2013.

122 KOM (2011) 860, Art. 13.

123 KOM (2011) 860, Art. 16.

eine Transformation hin zu mehr Grösse und Volumen scheint m.E. unausweichlich zu sein.

Im Sinne der risikobasierten Aufsicht ist ein Austausch der Finanzmarktaufsicht mit den Intermediären unabdingbar, um sicherstellen zu können, dass dieses komplexe Regulierungsvorhaben einerseits ein gemeinsames Verständnis findet und anderseits die Qualität der Finanzdienstleistungen gesichert und gestärkt werden können.

Die FMA verfolgt einen marktnahen Aufsichtsansatz[124] mit Augenmass in den Schranken der gesetzlichen und regulatorischen Vorgaben zur Gewährleistung der Stabilität des Finanzmarktes, des Kundenschutzes, um Missbräuche zu vermeiden sowie die Umsetzung und Gewährleistung der Einhaltung anerkannter internationaler Standards zu fördern.

[124] Nicht zu verwechseln mit bedarfsgerechter Aufsicht.

Literaturverzeichnis

BERTSCHINGER URS, Sorgfaltspflichten der Bank bei Anlageberatung und Verwaltungsaufträgen, Diss., St. Gallen 1991.

HAMMERMANN BERND, Die Auswirkungen des EWR-Acquis auf das liechtensteinische Personen- und Gesellschaftsrecht, Schaan 1998 (= Schriften zum liechtensteinischen Recht, Bd. 3).

HOSTETTLER MARCEL, Auswirkungen der Alternativen Investment Fund Mangers (AIFM)-Richtlinie auf die Private-Equity-Strukturen in der Schweiz, in: LENGAUER DANIEL/REZZONICO GIORDANO (Hrsg.), Chancen und Risiken rechtlicher Neuerungen 2010/2011, Zürich 2011, 67 ff.

LANDERT RAINER, Fonds und andere Kollektivanlagen: Investmentfonds – die Idee besticht/Schweizer Praxishandbuch für Mitarbeitende in der Fondsindustrie, aber auch für Anwender, 2., vollst. überarb., erweiterte Aufl., Zürich 2010.

LÖTSCHER MARCEL/BONT PATRICK, Challenges from the Supervisor's Perspective, in: ZETZSCHE DIRK (Hrsg.), The Alternative Investment Fund Managers Directive: European Regulation of Alternative Investment Funds, Alphen aan den Rijn op. 2012, 71 ff.

OGBAMICHAEL ASMEROM, Das neue deutsche Geldwäscherecht, Berlin 2011 (= Juristische Zeitgeschichte. Abteilung 5, Juristisches Zeitgeschehen, Bd. 19).

VOLHARD PATRICIA/KRUSCHKE ANDRÉ, Die Regulierung von Private Equity Fonds-Manager durch den Europäischen Gesetzgeber: Ausgewählte Aspekte der AIFM-Richtlinie und der VC-Verordnung im Überblick, in: EWS Betriebs-Berater für Europarecht 23. (2012) 1-2, 21 ff.

ZWIEFELHOFER SUSANNE, Das liechtensteinische Recht betreffend die Investmentunternehmen verglichen mit dem schweizerischen Anlagefondsrecht, Diss., Zürich 2002.