

AN: Mandanten
VON: P+P Pöllath + Partners
DATUM: Dienstag, 22. Februar 2011
ZU: **Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts**

TO: Clients
FROM: P+P Pöllath + Partners
DATE: Tuesday, February 22, 2011
RE: **Act Reforming the Laws on Intermediaries for Financial Investments and on Investment Products**

Zusammenfassung

Am 16. Februar 2011 ist der lange angekündigte Diskussionsentwurf des „Gesetzes zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts“ zur Konsultation versandt worden. Der Entwurf enthält wichtige Neuerungen für geschlossene Fonds, die bislang unter das Verkaufsprospektgesetz fallen (sog. „Retail-Fonds“). Fonds für institutionelle Investoren mit einer Mindestbeteiligungshöhe ab Euro 200.000 sind hiervon weitgehend nicht betroffen.

Der Gesetzentwurf greift weite Teile des Diskussionsentwurfs zum Anlegerschutzverbesserungsgesetz II auf, über den wir in unserem [Mandanteninfo vom 6. Mai 2010](#) berichtet hatten.

Die wichtigsten vorgeschlagenen Änderungen gegenüber der derzeitigen Rechtslage sind:

1. Einführung eines „Vermögensanlagengesetzes“ („VermAnlG“), welches das bisherige Verkaufsprospektgesetz („VerkProspG“) ablöst.
2. Änderung der prospektrechtlichen Rahmenbedingungen insbesondere in folgenden Punkten:
 - Überarbeitung und Erweiterung der Mindestangaben in Verkaufsprospekten
 - Einführung eines neuen Vermögensanlagen-Informationsblattes („Beipackzettel“)
 - Änderungen beim BaFin-Prüfungsverfahren (erweiterte Prüfungscompetenz und verlängerte Prüfungsfrist).

Executive Summary

On February 16, 2011 the long-announced discussion draft of an “Act Reforming the Laws on Intermediaries for Financial Investments and on Investment Products” has been released for consultation. The draft contains important new rules for closed-end funds which currently fall under the Sales Prospectus Act (so-called “retail funds”). Funds for institutional investors with a minimum commitment of Euro 200,000 or more are generally not affected by the draft.

The draft legislation picks up important parts of the discussion draft of the Investor Protection Improvement Act II, on which we reported in our [client memorandum of May 6, 2010](#).

The most important proposed changes to the current legal framework are:

1. Introduction of an “Investment Products Act” (“VermAnlG”) replacing the existing Sales Prospectus Act (“VerkProspG”).
2. Reform of the regulatory framework concerning sales prospectuses, in particular with regard to the following points:
 - Amendment and enhancement of the minimum information requirements for sales prospectuses
 - Introduction of a new information leaflet for investment products (“package slip”)
 - Amendment of the review process by the German Financial Supervisory Authority (“BaFin”) (extended review competence and prolonged time limit).

P+P Berlin

Potsdamer Platz 5 • 10785 Berlin
 Tel. +49 (30) 253 53-0 • Fax +49 (30) 253 53-999
 ber@pplaw.com

P+P Frankfurt/Main

Zeil 127 • 60313 Frankfurt/Main
 Tel. +49 (69) 24 70 47-0 • Fax +49 (69) 24 70 47-30
 fra@pplaw.com

P+P München

Kardinal-Faulhaber-Str. 10 • 80333 München
 Tel. +49 (89) 242 40-0 • Fax +49 (89) 242 40-999
 muc@pplaw.com

- | | |
|--|--|
| <p>3. Neuregelung der Prospekthaftung im VermAnlG und Aufhebung der kurzen Verjährungsfrist für Prospekthaftungsansprüche. Diese Änderung wirkt sich voraussichtlich auf alle geschlossenen Fonds (auch Nicht-Retail-Fonds) aus.</p> <p>4. Zusätzliche Berichtspflichten für geschlossene Fonds, insbesondere Pflicht zur Aufstellung eines Lageberichts und zur Abschlussprüfung.</p> <p>5. Anwendung des Wertpapierhandelsgesetzes („WpHG“) und des Kreditwesengesetzes („KWG“) auf Anteile an geschlossenen Fonds. Dies hat folgende wesentlich Auswirkungen:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Für den Vertrieb geschlossener Fonds gelten künftig die strengere Regeln des WpHG (sog. „MiFID-Standard“, u.a. Pflicht zur anlegergerechten Beratung, Offenlegung von Provisionen, Beratungsprotokoll). - Bestimmte Tätigkeiten in Bezug auf geschlossene Fonds könnten künftig als erlaubnispflichtige Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen nach dem KWG eingestuft werden. Dem Gesetzentwurf lässt sich nicht eindeutig entnehmen, welche Tätigkeiten erlaubnispflichtig werden sollen, insbesondere ob die Auflegung eines Fonds hierunter fällt. Freie Vermittler von Anteilen an geschlossenen Fonds sollen weiterhin keine KWG-Erlaubnis benötigen, sondern nur eine Erlaubnis nach der Gewerbeordnung („GewO“), für die aber strengere Voraussetzungen gelten. | <p>3. Restatement of the prospectus liability rules in the VermAnlG and abolishment of the short limitation period for prospectus liability claims. This change is likely to concern all closed-end funds (including non-retail funds).</p> <p>4. Additional reporting requirements for closed-end funds, including requirement to set up a management report (<i>Lagebericht</i>) and mandatory audit of annual financial statements.</p> <p>5. Application of the Securities Trading Act and the Banking Act to interests in closed-end funds. This will have two main consequences:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Placement of closed-end funds will be governed by the stricter rules of the WpHG (so-called “MiFID standard”, including obligation to give investor tailored investment advice, disclosure of fees, record on investment advice). - Certain activities concerning closed-end funds might fall under licensing requirements as banking operations or financial services in future. The draft legislation does not clearly state which activities should require a license, in particular whether the formation of a fund is concerned or not. Independent intermediaries for interests in closed-end funds do not require a KWG license but only a license pursuant to the Industrial Code (“GewO”) which, however, will be subject to stricter requirements. |
|--|--|

Durch die vorgesehene Regelungstechnik ist zudem unklar geworden (anders als im Diskussionsentwurf von Mai 2010), ob auch Fonds für institutionelle Investoren in den Anwendungsbereich des WpHG und des KWG fallen können.

The language proposed in the draft legislation makes it unclear (other than in the discussion draft of May 2010) whether funds for institutional investors might fall within the scope of application of WpHG and KWG.

Einzelheiten der geplanten Änderungen

1. VermAnIG ersetzt VerkProspG

Das bisherige VerkProspG soll durch das VermAnIG vollständig ersetzt werden. Mit der neuen Bezeichnung wird deutlicher, dass sich der Regelungsbereich auf geschlossene Fonds und verwandte Produkte (die sog. „Vermögensanlagen“) beschränkt.

Inhaltlich übernimmt das VermAnIG weite Teile des bisherigen VerkProspG, insbesondere den Anwendungsbereich: Das VermAnIG gilt für geschlossene Fonds im Retail-Bereich. Ausgenommen von der Prospektpflicht sind weiterhin insbesondere geschlossene Fonds, bei denen die Mindestbeteiligungssumme jedes Anlegers Euro 200.000 oder mehr beträgt (§ 2 Nr. 3 c) VermAnIG).

2. Geänderte prospektrechtliche Regeln

Die Regelungen des VermAnIG beziehen sich (wie die des bisherigen VerkProspG) in erster Linie auf die Aufstellung und BaFin-Prüfung von Verkaufsprospekten für geschlossene Fonds. Daneben regeln einzelne Vorschriften des VermAnIG die Tätigkeit des Fonds selbst, insbesondere im Bereich des Berichtswesens (hierzu unten 4.).

Das VermAnIG wird durch die Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung („VerkProspV“) ergänzt, die die Mindestangaben für Verkaufsprospekte enthält. Die VerkProspV bleibt bestehen, wird aber in vielen Einzelpunkten reformiert.

- **Mindestangaben im Verkaufsprospekt**

Die gesetzlichen Mindestangaben für Verkaufsprospekte nach der VerkProspV werden in vielen Einzelpunkten überarbeitet und erweitert, u.a.:

- zusätzliche Angaben zu den Kosten des Anlegers (einschließlich Haftungsrisiken und Nachschusspflichten)

Details of the Proposed Changes

1. VermAnIG replaces VerkProspG

It is proposed to replace the current VerkProspG by the new VermAnIG. The new name makes it clear that the scope of application comprises only closed-end funds and related products (the so-called „investment products“).

The contents of the VermAnIG are identical with those of the VerkProspG in most parts, in particular with regard to the scope of application: The VermAnIG is applicable to closed-end funds in the retail segment. Excluded from the obligation to publish a prospectus are closed-end funds with a minimum commitment per investor of Euro 200,000 or more (Sec. 2 No. 3 c) VermAnIG).

2. Changes of the Rules on Prospectuses

The provisions of the VermAnIG (as is the case under the current VerkProspG) mainly concern the setting up and the BaFin review of sales prospectuses for closed-end funds. Additionally, certain provisions of the VermAnIG concern the operations of the fund itself, in particular in the area of reporting (see Sec. 4 below).

The VermAnIG is supplemented by the Sales Prospectus Decree (“VerkProspV“) which contains the minimum information requirements for sales prospectuses. The VerkProspV will remain in place, but will be amended in several points.

- **Minimum Information in Sales Prospectuses**

The statutory minimum information for sales prospectuses pursuant to the VerkProspV will be amended and extended in several points, e.g.:

- Additional information on the costs of the investor (including liability risks and additional contribution obligations)

- | | |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> - zusätzliche Angaben zu Vermittlungsprovisionen - zusätzliche Angaben zu den Gründungsgesellschaftern des Fonds, z. B. über frühere Insolvenzen - erweiterte Angaben zum Planungsstand bei Blindpool-Modellen, insbesondere stärkerer Bezug auf die eigentlichen Anlageobjekte - Pflicht zum Abdruck eines Mittelverwendungskontrollvertrags. | <ul style="list-style-type: none"> - Additional information on intermediaries' fees - Additional information on the founding partners of the fund, e.g. on past insolvency proceedings - Extended information on the planning status of blindpool funds, in particular with a focus on the actual investments - Obligation to print in full an agreement on the correct application of funds. |
|---|---|

Die noch im Diskussions-E vorgesehene Angabe zum Vorhandensein und Ergebnis eines Wirtschaftsprüfergutachtens zum Verkaufsprospekt (nach IDW S4-Standard) wurde hingegen fallengelassen.

Other than in the discussion draft of May 2010, there is no obligation anymore to give a statement on the existence and outcome of an expert opinion rendered by a public accountant on the sales prospectus (pursuant to the IDW S4 standard).

- **Neues Vermögensanlagen-Informationsblatt**

- **New Investment Products Leaflet**

Dem Anleger soll, zusätzlich zum Verkaufsprospekt, ein kurzes, leicht und aus sich heraus verständliches Informationsblatt zur Verfügung gestellt werden. Das Informationsblatt muss vom Anbieter erstellt werden. Das Informationsblatt darf nicht mehr als drei DIN-A4-Seiten umfassen und soll insbesondere folgende Informationen enthalten (§ 13 Abs. 2 VermAnlG):

In addition to the sales prospectus, the investor shall receive a short and easily understandable information leaflet. The obligation to produce the information leaflet rests with the initiator of the fund. The information leaflet must not exceed 3 DIN-A4 pages and must contain in particular the following information (Sec. 13(2) VermAnlG):

- | | |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> - Anlagestrategie und Anlageobjekte - Risiken - Aussichten für Kapitalrückzahlung und Erträge unter verschiedenen Marktbedingungen - Kosten und Provisionen. | <ul style="list-style-type: none"> - Investment strategy and investments - Risks - Expectations for repayment of capital and gains under different market conditions - Costs and fees. |
|---|--|

Ein detaillierter Standard für das Informationsblatt kann in einer Rechtsverordnung festgelegt werden.

A detailed standard for the information leaflet may be regulated in an administrative decree.

Das Informationsblatt wird nicht von der BaFin geprüft, muss aber bei der BaFin hinterlegt werden. Das Informationsblatt muss während der Platzierungsphase stets aktualisiert zum Download bereitgehalten werden. Für Fehler im Informationsblatt bestehen spezielle Prospekthaftungsregeln (§ 23 VermAnlG).

The information leaflet is not subject to review by the BaFin, but has to be filed to the BaFin nonetheless. The information leaflet has to be made available for download in an updated version any-time during the placement period. There are special rules on prospectus liability for errors in the information leaflet (Sec. 23 VermAnlG)

- **BaFin-Prüfung: Erweiterter Prüfungsumfang**

- **BaFin Review: Broader Scope of Review**

und längere Frist

Umfang und Ablauf des BaFin-Prüfungsverfahrens ändern sich mit dem VermAnIG in zwei Punkten:

- Die BaFin prüft künftig auch „Kohärenz und Verständlichkeit“ des Prospektinhalts. Dies erweitert die bisherige rein formale Prüfung auf Vollständigkeit. Die Prüfung wird mit „Billigung“ des Verkaufsprospekts abgeschlossen und nicht mehr wie bisher mit „Gestattung“ der Veröffentlichung des Verkaufsprospekts (§ 8 Abs. 1 VermAnIG).
- Für die BaFin-Prüfung besteht weiterhin eine Frist von 20 Werktagen. Die Frist beginnt jedoch nicht mehr zwingend mit Prospektinreichung, sondern erst, wenn der Prospekt nach Einschätzung der BaFin vollständig ist. Die Dauer eines vorgeschalteten Anhörungsverfahrens zählt daher für die Fristberechnung nicht mehr mit. Dieser Änderungsvorschlag hatte zunächst die Besorgnis ausgelöst, dass sich die Prüfungsdauer erheblich (theoretisch sogar unbegrenzt) verlängern könnte. Der Gesetzentwurf sieht aber vor, dass das vorgeschaltete Anhörungsverfahren innerhalb von 10 Werktagen abgeschlossen werden „soll“. Die Prüfungsdauer würde sich damit auf maximal 30 Werktage verlängern.

- **Prospektnachträge**

Das VermAnIG behält das bisherige Konzept bei, wonach wesentliche tatsächliche Änderungen während der Platzierungsphase mit einem Prospektnachtrag bekanntzumachen sind. Das VermAnIG enthält auch die ausdrückliche Regelung, dass ein Nachtrag auch zur Korrektur von Unrichtigkeiten zu erstellen ist, die von Anfang an bestanden (§ 11 VermAnIG).

3. Neue Prospekthaftungsregeln und Aufhebung der kurzen Verjährungsfrist

Der Gesetzentwurf sieht vor, die Prospekthaftung bei geschlossenen Fonds eigenständig im VermAnIG zu

and Extended Time Limit

The scope and procedure of the BaFin review will change in two points under the VermAnIG:

- The BaFin review will include “coherence and comprehensibility” of the information contained in the prospectus. This is an additional step to the current formal review of completeness. The result of the review is the “approval” of the sales prospectus and not anymore the “permission” to publish the prospectus (Sec. 8(1) VermAnIG).
- The time limit for the BaFin review will continue to be 20 working days. However, the deadline will not necessarily begin with the filing of the prospectus, but only when the prospectus is complete subject in the view of the BaFin. The time required for a hearing process before the regular review will not be calculated for the time limit. This proposal has raised concerns that the review time could increase substantially (theoretically even unlimited). However, the draft legislation now foresees that the hearing process “should” be completed within 10 working days. This would extend the review process to a maximum of 30 working days.

- **Supplements to the Prospectus**

The VermAnIG retains the existing concept that important factual changes during the placement period have to be publicized in a supplement to the prospectus. The VermAnIG specifically rules that a supplement can also be made to correct an error which was contained in the prospectus from the very beginning (Section 11 VermAnIG).

3. New Rules on Prospectus Liability and Abolishment of the Short Limitation Period for Prospectus Liability Claims

The draft proposes to introduce special rules for prospectus liability concerning closed-end funds in

regeln. Der bisherige Verweis auf das Börsengesetz („BörsG“) entfällt. Die neuen Regelungen zur Prospekthaftung lehnen sich aber eng an die bisherigen Regelungen des VerkProspG i.V.m. dem BörsG an. Weiterhin haften grundsätzlich Prospektverantwortliche und sog. Hintermänner für die Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit wesentlicher Angaben im Verkaufsprospekt. Haftungsfolge ist die Pflicht zur Rücknahme des Anteils gegen Erstattung des Erwerbspreises und der Nebenkosten (§ 21 VermAnlG).

Die vorgeschlagene Neuregelung enthält keine besondere Verjährungsfrist. Zugleich entfällt der Verweis auf die kurze Verjährungsfrist für Prospekthaftungsansprüche in § 46 BörsG. Diese Vorschrift (die gleichzeitig aufgehoben wird) regelte, dass Prospekthaftungsansprüche grundsätzlich in einem Jahr ab Kenntnis des Prospektfehlers, spätestens (d. h. kenntnisunabhängig) aber in drei Jahren ab Veröffentlichung des Prospekts verjähren.

Für Prospekthaftungsansprüche nach dem VermAnlG gilt damit künftig die Regelverjährung nach BGB (drei Jahre ab dem Schluss des Jahres, in dem der Anspruch entstanden ist und der Gläubiger Kenntnis von den anspruchsbegründenden Umständen erlangt hat).

- **Auswirkungen auf Nicht-Retail-Fonds**

Die kurze Verjährungsfrist des § 46 BörsG wurde bislang auf Prospekthaftungsansprüche bei Nicht-Retail-Fonds entsprechend angewandt. Diese Analogie ist mit Abschaffung von § 46 BörsG nicht mehr möglich. Es ist deshalb davon auszugehen, dass die Regelverjährung nach BGB künftig auch für Prospekthaftungsansprüche bei Fonds für institutionelle Investoren gilt.

- **Änderung der Sechs-Monats-Ausschlussfrist**

Bislang sieht das VerkProspG vor, dass Prospekthaf-

the VermAnlG. The current reference to the Stock Exchange Act (“BörsG“) will be dropped. The new rules on prospectus liability closely follow the existing rules in the VerkProspG and the BörsG. As is currently the case, persons responsible for a prospectus and the so-called “persons behind the prospectus” are liable for the incorrectness or incompleteness of material information in the prospectus. Consequence of the liability is the obligation to redeem the interest and pay back the purchase price plus expenses (Sec. 21 VermAnlG).

The proposed new rules do not contain a special limitation period. At the same time, the reference to the short limitation period for prospectus liability claims pursuant to Sec. 46 BörsG will be dropped. This rule (which will be abolished at the same time) stated that prospectus liability claims are subject to a limitation period of one year beginning with the awareness of the incorrectness in the prospectus, but no longer than (i.e. regardless of the awareness) three years beginning with the publication of the prospectus.

In future, prospectus liability claims under the VermAnlG will be subject to the regular limitation periods pursuant to the BGB (three years beginning with the end of the year in which the claim arose and in which the creditor became aware of the facts supporting the claim).

- **Implications for Non-Retail Funds**

The short limitation period pursuant to Sec. 46 BörsG was until now also applied to prospectus liability claims in the case of non-retail funds. This analogy will not be possible anymore once Sec. 46 BörsG is abolished. It is therefore likely that the regular limitation period pursuant to the BGB will also be applicable to prospectus liability claims concerning funds for institutional investors.

- **Change of Six-Month Exclusion Period**

Currently, the VerkProspG rules that prospectus

tungsansprüche nur von Anlegern geltend gemacht werden können, die ihren Anteil innerhalb von sechs Monaten nach Platzierungsbeginn des Fonds erworben haben (sog. Präklusion). Die Regelung ist rechtspolitisch umstritten, weil sie Spätzeichnern die Prospekthaftungsansprüche weitgehend abschneidet.

Mit dem VermAnIG soll die Präklusion erst nach Ablauf der Platzierung, spätestens zwei Jahre nach Platzierungsbeginn wirksam werden. Jeder Verkaufsprospekt muss aber einen hervorgehobenen Hinweis auf diese Präklusion enthalten (§ 7 Abs. 2 Satz 2 VermAnIG).

4. Neue Berichtspflichten

Das VermAnIG enthält, neben den prospektrechtlichen Regelungen, auch Vorschriften zum Umfang des laufenden Berichtswesens des Fonds:

Der Fonds muss seinen Jahresabschluss künftig zwingend nach den Vorschriften für große Kapitalgesellschaften aufstellen. Hierzu zählt auch die Verpflichtung, einen Lagebericht aufzustellen. Der Jahresabschluss und der Lagebericht müssen zwingend durch einen Abschlussprüfer geprüft werden (§§ 24, 25 VermAnIG). Der Fonds muss den Anlegern zudem jährlich den Wert ihres Anteils und den Stand ihrer Kapitalkonten mitteilen (§ 16 VermAnIG).

5. Anwendung des WpHG und des KWG auf geschlossene Fonds

Anteile an geschlossenen Fonds sind derzeit keine „Finanzinstrumente“ im Sinne des WpHG (§ 2 Abs. 2 b WpHG) und im Sinne des KWG (§ 1 Abs. 11 KWG). Deshalb finden die Anlegerschutzvorschriften des WpHG (europäischer MiFID-Standard) auf den Vertrieb geschlossener Fonds bislang keine Anwendung. Auch gelten die Erlaubnispflichten nach dem KWG für bestimmte Tätigkeiten in Bezug auf den Vertrieb von Finanzinstrumenten (etwa Anlagevermittlung und Anlageberatung) bislang nicht in Bezug auf ge-

liability claims can only be made by investors who have acquired their interest in the fund within six months from the beginning of the placement (so-called “preclusion”). The rule is controversial for legal policy reasons as it largely excludes prospectus liability claims of late subscribers.

Under the VermAnIG, it is proposed to apply the preclusion only with effect from the end of the placement, but no later than two years after the beginning of the placement. But the sales prospectus must contain a highlighted reference to the preclusion rule (Sec. 7(2) 2 VermAnIG).

4. New Reporting Requirements

In addition to the rules concerning prospectuses, the VermAnIG also contains rules concerning the scope of the ongoing reporting of the fund:

It is proposed that the fund must set up its annual financial statements according to the rules applicable for large corporations. This includes the obligation to set up a management report. The annual financial statements and the management report must be audited by a public accountant (Sec. 24, 25 VermAnIG). The fund must report to its investors the value of their interests and the balance of their capital accounts annually (Sec. 16 VermAnIG).

5. Application of WpHG and KWG to Closed-End Funds

Interests in closed-end funds currently do not qualify as “financial instruments” under the WpHG (Sec. 2 (2 b) WpHG) and within the meaning of the KWG (Sec. 1 (11) KWG). Therefore, the investor protection rules under the WpHG (European MiFID standard) are currently not applicable to the placement of closed-end funds. Equally, licensing requirements pursuant to the KWG for certain activities in connection with the placement of financial instruments (e.g. investment intermediation and investment advice) do currently not apply to

geschlossene Fonds.

Beides soll sich mit dem VermAnlG ändern. Künftig sollen auch „Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Abs. 2 VermAnlG“ Finanzinstrumente im Sinne des WpHG und des KWG sein.

- **Anwendung des WpHG und des KWG auch auf Fonds für institutionelle Anleger?**

Das Grundkonzept, Anteile an geschlossenen Fonds als Finanzinstrumente i.S.d. WpHG und des KWG einzustufen, enthielt bereits der Diskussionsentwurf von Mai 2010. Damals erfasste der Verweis aber nur „Vermögensanlagen, für die eine Prospektspflicht nach § 8f des Verkaufsprospektgesetzes besteht“. Damit sollten Fonds für institutionelle Anleger (für die eine Prospektspflicht z.B. wegen Überschreitung der Mindestbeteiligungsschwelle von Euro 200.000 nicht besteht), aus dem Anwendungsbereich des WpHG und des KWG ausdrücklich ausgenommen sein.

Mit der vorgeschlagenen Neuregelung im VermAnlG könnten jedoch auch Fonds für institutionelle Anleger in den Anwendungsbereich des WpHG und des KWG fallen. Denn der vorgesehene Verweis im WpHG und KWG auf „Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Abs. 2 VermAnlG“ umfasst zunächst alle geschlossenen Fonds (mit oder ohne Prospektspflicht), während sich die Ausnahmen vom Anwendungsbereich erst in § 2 des VermAnlG finden und sich nur auf die §§ 6 bis 26 VermAnlG beziehen. Die Begründung des Gesetzesentwurfs lässt allerdings nicht erkennen, ob dies beabsichtigt oder ein redaktionelles Versehen ist.

- **Neue Pflichten für den Vertrieb im WpHG**

Durch die Einstufung von Anteilen an geschlossenen Fonds als Finanzinstrumente i.S.d. WpHG verschärfen sich die Regelungen für den Vertrieb deutlich. Anwendbar werden sämtliche Organisations- und Verhaltenspflichten des 6. Abschnitts des WpHG, insbesondere:

closed-end funds

Both is proposed to change with the VermAnlG. In future, “investment products within the meaning of § 1 (2) VermAnlG” shall qualify as financial instruments pursuant to the WpHG and the KWG.

- **Application of WpHG and KWG also to funds for institutional investors?**

The general idea to qualify interests in closed-end funds as financial instruments under the WpHG and the KWG was already contained in the discussion draft of May 2010. At the time, however, the reference included only “investment products for which an obligation to publish a prospectus pursuant to Sec. 8f of the Sales Prospectus Act applies”. This rule expressly excluded funds for institutional investors (which do not have to publish a prospectus, e.g. because their minimum commitment amount exceeds Euro 200,000) from the scope of the WpHG and the KWG.

With the proposed new rule in the VermAnlG, however, even funds for institutional investors could fall within the scope of the WpHG and the KWG. The proposed reference in the WpHG and the KWG to “investment products pursuant to Sec. 1 (2) VermAnlG” comprises all closed-end funds (whether they have to publish a prospectus or not), while the exceptions from the scope of application are only contained in Sec. 2 VermAnlG and only refer to Sec. 6 to 26 VermAnlG. The explanatory memorandum to the draft does not make clear show whether this was intended or a drafting error.

- **New Rules for Placements in the WpHG**

By qualifying interests in closed-end funds as financial instruments within the meaning of the WpHG, the rules for placements of such interests are significantly tightened. All organizational and conduct requirements under Article 6 of the WpHG will become applicable, including:

- | | |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> - Verpflichtung zur anlegergerechten Beratung - Offenlegung von Provisionen - Führen eines Beratungsprotokolls - Mitarbeiter in der Anlageberatung sowie Vertriebsbeauftragte und Compliance-Beauftragte müssen sachkundig und zuverlässig sein und sie müssen bei der BaFin registriert werden. <ul style="list-style-type: none"> • Erlaubnis für Vermittler: GewO statt KWG | <ul style="list-style-type: none"> - Obligation to give investor-tailored investment advice - Disclosure of fees - Record of investment advice must be kept - Employees involved in investment advice, placement officers and compliance officers must be sufficiently qualified and trustworthy and have to be registered with BaFin. <ul style="list-style-type: none"> • License for Intermediaries (GewO / KWG) |
|---|---|

Die Anlagevermittlung und die Anlageberatung in Bezug auf Finanzinstrumente sind nach dem KWG erlaubnispflichtig. Bei Erweiterung des Finanzinstrumentebegriffs auf Anteile an geschlossenen Fonds würde für den Vertrieb dieser Anteile eine Erlaubnispflicht bei der BaFin entstehen. Der Gesetzentwurf sieht jedoch vor, freie Vermittler vom der Einstufung als „Finanzdienstleistungsinstitute“ auszunehmen (§ 2 Abs. 6 Nr. 8 Buchst. e) KWG). Die freien Vermittler sollen damit im Ergebnis anstelle einer KWG-Erlaubnis weiterhin nur eine Erlaubnis nach der GewO benötigen. Die Verortung der Erlaubnispflicht – KWG oder GewO – war im Vorfeld des Entwurfs stark umstritten.

Die Erlaubnis nach der GewO soll jedoch künftig an strengere Voraussetzungen geknüpft werden: Vorgehen ist eine eigenständige Erlaubnisvorschrift für „Finanzanlagenvermittler“ und „Finanzanlagenberater“ in § 34f GewO. Voraussetzung der Erlaubnis ist der Nachweis einer Berufshaftlichtversicherung und ein Sachkundenachweis. Daneben werden Vermittler in ein Register bei den Industrie- und Handelskammern aufgenommen.

- **KWG-Erlaubnis für sonstige Tätigkeiten?**

Da der Gesetzentwurf an der grundlegenden Definition von „Finanzinstrumenten“ ansetzt, könnten zahlreiche bislang von Initiatoren und Dienstleistern geschlossener Fonds ausgeübte Tätigkeiten Anknüpfungspunkt für eine Erlaubnispflicht sein. Kernfrage ist

Investment intermediation and investment advice concerning financial instruments require a license under the KWG. The extension of the definition of financial instruments to interest in closed-end funds is would also make the placement of such interests subject to a BaFin licensing requirement. However, the draft proposes to exempt independent intermediaries from the definition of “financial service providers” (Sec. 2(6) No. 8 e) KWG). Effectively, independent intermediaries will not require a KWG license but will continue to require a GewO-license only. The location of the licensing requirement – KWG or GewO – was highly disputed in the forefront of the draft.

The license required under the GewO will, however, be subject to stricter requirement in the future. It is proposed that a special licensing requirement for “financial investment intermediaries” and “financial investment advisors” will be included in Sec. 34f GewO. In order to obtain the license, a professional liability insurance and evidence of expertise are required. Additionally, intermediaries will be registered with the Chambers of Industry and Commerce.

- **KWG-License for Other Functions?**

As the draft legislation changes the fundamental definition of “financial instruments”, several functions currently performed by initiators and service providers of closed-end funds could trigger a licensing requirement. The key question is whether

hierbei, ob die Auflegung und Verwaltung eines geschlossenen Fonds selbst eine Erlaubnispflicht nach dem KWG auslöst. Denkbar ist etwa, dass Anbieter mit Auflegung eines Fonds den Tatbestand des Platzierungsgeschäfts (§ 1 Abs. 1a Nr. 1c KWG) erfüllen. Weder der Gesetzentwurf noch die Entwurfsbegründung liefern hierzu jedoch eine eindeutige Antwort.

Der Gesetzentwurf sieht zwar bestimmte Ausnahmen von der Erlaubnispflicht für Dienstleistungen vor, die im Rahmen der Emission und Verwaltung von geschlossenen Fonds von Dritten erbracht werden (u.a. für die Übernahme von Platzierungsgarantien und für Treuhandgesellschaften). Im Übrigen ist – auch nach der Entwurfsbegründung – jedoch unklar, ob und ggf. welche weiteren Tätigkeiten in Bezug auf geschlossene Fonds künftig nach dem KWG erlaubnispflichtig werden.

Für eine Klärung muss die weitere Diskussion und Rechtsentwicklung abgewartet werden. Es scheint aber – bei aller gebotenen Vorsicht – nicht die unmittelbare Intention des Gesetzentwurfs zu sein, auch die Auflegung und Verwaltung von geschlossenen Fonds nach dem KWG erlaubnispflichtig zu machen.

6. Zeitlicher Anwendungsbereich

Die neuen Regelungen des VermAnlG sollen weitgehend nur für Prospekte gelten, die nach dem Inkrafttreten des Gesetzes bei der BaFin eingereicht werden (§ 32 Abs. 1 VermAnlG). Damit besteht im Grundsatz Vertrauensschutz für bestehende Fonds.

Die verschärften Regelungen zur Aufstellung und Prüfung des Jahresabschlusses und des Lageberichts (vgl. oben 4.) sollen jedoch ab dem Geschäftsjahr 2012 auch für Altfonds gelten, deren Prospekt nach dem 1. Januar 2007 veröffentlicht wurde.

Stand der Umsetzung, Ausblick

Der Entwurf des Gesetzes zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts ist ein „Diskussionsentwurf“ und damit noch nicht im

the formation and management of a closed-end fund will trigger a licensing requirement pursuant to the KWG. In particular, it is possible that the setting up of a fund qualifies as a “placement business” (Sec. 1(1a) No. 1c KWG). Neither the draft legislation nor the explanatory memorandum give a definite answer to this question.

The draft legislation contains certain exceptions from the licensing requirement for services performed by third parties in a context of the formation and management of closed-end funds (including the granting of placement guarantees and nominee services). Apart from that, however, it is unclear – also in the explanatory memorandum – if and how far other functions in relation to closed-end funds could become subject to a licensing requirement pursuant to the KWG in future.

This question can only be clarified in the course of the further discussion and the further legislative process. It appears, however, that it is not the direct intention of the legislator to submit the formation and management of closed-end funds to licensing requirements pursuant to the KWG.

6. Date of Application

The new rules of the VermAnlG shall generally only apply to prospectuses which are filed to BaFin after the Act has entered into force (Section 32 (1) VermAnlG). This means that existing funds generally are protected by a grandfathering rule.

The stricter rules on the setting up and audit of annual financial statements and management reports (see 4 above) shall, however, also apply from 2012 on to existing funds for which a prospectus was published after January 1, 2007.

Status of Implementation, Outlook

The draft of the Act Reforming the Laws on Intermediaries for Financial Investments and on Investment Products is a “discussion draft” and

Stadium eines Referenten- oder Kabinettsentwurfs. Derzeit werden die Verbände zu dem Gesetzentwurf konsultiert.

Da der neue Entwurf viele Regelungen des Diskussionsentwurfs von Mai 2010 aufgreift und auch die lange umstrittene Frage der Erlaubnispflicht für freie Vermittler geklärt zu sein scheint, ist es nach unserer Einschätzung wahrscheinlich, dass der Entwurf in sehr ähnlicher Form in das parlamentarische Gesetzgebungsverfahren eingebracht. Es bleibt aber zu hoffen, dass gerade zu den hier diskutierten Punkten noch Klarstellungen erfolgen.

Bei Fragen können Sie jederzeit gern die nachstehend aufgeführten Anwälte kontaktieren.

therefore not yet in the stage of a ministerial draft or a cabinet draft. Currently, the relevant associations are consulted on the draft.

As the new draft picks up many rules already contained in the discussion draft of May 2010 and as the long-disputed question of a licensing requirement for independent intermediaries appears to be cleared, we regard it as likely that the draft will enter the parliamentary process in very similar form. Hopefully, some of the opened points discussed above will be cleared in the further process.

For further questions please do not hesitate to contact one of the lawyers listed below.

P+P Pöllath + Partners, Berlin

Uwe Bärenz
+49 (30) 25353 – 122
uwe.baerenz@pplaw.com

Amos Veith, LL.M.
+49 (30) 25353 – 124
amos.veith@pplaw.com

Dr. Philip Schwarz van Berk , LL.M.
+49 (30) 25353 – 110
philip.schwarzvanberk@pplaw.com

P+P Pöllath + Partners, Frankfurt

Dr. Andreas Rodin
+49 (69) 247047 – 17
andreas.rodin@pplaw.com

Patricia Volhard, LL.M.
+49 (69) 247047 – 16
patricia.volhard@pplaw.com