

AN:	Mandanten	TO:	Clients
VON:	P+P Pöllath + Partners	FROM:	P+P Pöllath + Partners
DATUM:	Freitag, 2. Dezember 2011	DATE:	Friday, December 2, 2011
ZU:	Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts	RE:	Act Reforming the Laws on Intermediaries for Financial Investments and on Investment Products

Zusammenfassung

Am 25. November 2011 hat das „Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts“ den Bundesrat ohne Einspruch passiert und ist damit verabschiedet. Es wird in den wesentlichen Teilen sechs Monate nach Verkündung im Bundesgesetzblatt (also voraussichtlich Mitte 2012) in Kraft treten.

Das Gesetz enthält wichtige Neuerungen für geschlossene Fonds, die bislang unter das Verkaufsprospektgesetz fallen (sog. „Retail-Fonds“). Geschlossene Fonds für institutionelle Investoren (Mindestbeteiligung ab Euro 200.000) sind von Teilen der Neuregelung ebenfalls betroffen, insbesondere von der neuen Definition der Finanzinstrumente (Punkt 6).

Über den Gesetzentwurf haben wir zuletzt in unserem [Mandanteninfo vom 22. Februar 2011](#) berichtet.

Die wichtigsten Änderungen gegenüber der derzeitigen Rechtslage (**hervorgehoben: Änderungen gegenüber dem Entwurf von Februar 2011**) sind:

1. Einführung eines „Vermögensanlagengesetzes“ („VermAnlG“), welches das bisherige Verkaufsprospektgesetz („VerkProspG“) ablöst.
2. Änderung der Vorgaben für Verkaufsprospekte für Retail-Fonds, insbesondere:
 - Überarbeitung und Erweiterung der Mindestangaben in Verkaufsprospekten.
 - Einführung eines neuen Vermögensanlagen-Informationsblattes („Beipackzettel“).
 - Änderungen beim BaFin-Prüfungsverfahren (erweiterte Prüfungskompetenz und verlängerte Prüfungsfrist).

Executive Summary

On November 25, 2011 the “Act Reforming the Laws on Intermediaries for Financial Investments and on Investment Products” passed the *Bundesrat* (upper house of the German Parliament) without objection. The Act will enter into force in the most important parts six months after publication in the Federal Law Gazette (i.e. expectedly in mid-2012).

The Act contains important new rules for closed-end funds which currently fall under the Sales Prospectus Act (so-called “retail funds”). Funds for institutional investors (minimum commitment of Euro 200,000 or more) are also affected by parts of the Act, in particular by the new definition of financial instruments (point 6 below).

We last reported on the draft of the Act now passed in our [client memorandum of February 22, 2011](#).

The most important proposed changes compared to the current legal framework (**highlighted: compared to the draft of February 2011**) are:

1. Introduction of an “Investment Products Act” (“VermAnlG”) replacing the existing Sales Prospectus Act (“VerkProspG”).
2. Reform of the rules for sales prospectuses for retail-funds, in particular:
 - Amendment and extension of the minimum information in 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).

- | | |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> - Einführung einer BaFin-Prüfung für Prospektnachträge und Schaffung eines besonderen Widerrufsrechts der Anleger bei Nachträgen. <ol style="list-style-type: none"> 3. Neuregelung der Prospekthaftung und Aufhebung der kurzen Verjährung für Prospekthaftungsansprüche. Diese Änderung wirkt sich voraussichtlich auch auf Nicht-Retail-Fonds aus. 4. Zusätzliche Berichtspflichten für Retail-Fonds, insbesondere Pflicht zur Aufstellung eines Lageberichts und zur Abschlussprüfung. 5. Einstufung von Anteilen an geschlossenen Fonds als „Finanzinstrumente“ im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes („WpHG“) und des Kreditwesengesetzes („KWG“). Dies gilt auch für geschlossene Fonds im institutionellen Segment. Die wesentlichen Auswirkungen sind: <ul style="list-style-type: none"> - Für den Vertrieb geschlossener Fonds gelten künftig gleiche oder vergleichbare Regeln wie für den Wertpapiervertrieb („MiFID-Standard“, u.a. Pflicht zur anlegergerechten Beratung, Offenlegung von Provisionen, Beratungsprotokoll). - Bestimmte Tätigkeiten in Bezug auf geschlossene Fonds wären künftig als Bankgeschäfte oder Finanzdienstleistungen nach dem KWG erlaubnispflichtig. Allerdings sieht das Gesetz ein System von Ausnahmen vor, durch das Anbieter/Initiatoren, Manager und Treuhänder von geschlossenen Fonds sowie die Fonds selbst weitgehend von der Erlaubnispflicht befreit sind. Unklar ist derzeit noch die KWG-rechtliche Behandlung von Dachfonds und Dachfondsmanagern. - Freie Vermittler von Anteilen an geschlossenen Fonds benötigen weiterhin keine KWG-Erlaubnis, sondern nur eine Erlaubnis nach der Gewerbeordnung („GewO“). Diese Erlaubnispflicht gilt auch für Vermittler (Placement Agents) im institutionellen Segment. | <ul style="list-style-type: none"> - Introduction of BaFin review of supplements to sales prospectuses and special revocation right for investors in case of supplements. <ol style="list-style-type: none"> 3. Reform of the prospectus liability rules and abolishment of the short limitation period for prospectus liability claims. This change is likely to concern non-retail funds, too. 4. Additional reporting requirements for retail funds, including requirement to set up a management report (<i>Lagebericht</i>) and mandatory audit of annual financial statements. 5. Qualification of interests in closed-end funds as “financial instruments” under the Securities Trading Act (“WpHG”) and the Banking Act (“KWG”). This will also apply to closed-end funds in the institutional segment. The main consequences are: <ul style="list-style-type: none"> - Placement of closed-end funds will be subject to same or similar rules applicable to placement of securities (“MiFID standard”, including obligation to give investor tailored investment advice, disclosure of fees, record on investment advice). - Certain activities concerning closed-end funds would fall under a KWG licensing requirement as banking operations or financial services in future. However, the Act contains a system of exemptions which generally releases sponsors/ initiators, managers and nominees of closed-end funds from the licensing requirement. It is still unclear, however, how fund-of-funds and their managers will be treated under the KWG. - Independent intermediaries for interests in closed-end funds still do not require a KWG license but only a license pursuant to the Industrial Code (“GewO”). This licensing requirement will also apply to intermediaries (placement agents) in the institutional segment. |
|---|---|

Einzelheiten der Änderungen

1. VermAnIG ersetzt VerkProspG

Das bisherige VerkProspG wird durch das VermAnIG vollständig ersetzt. Mit der neuen Bezeichnung wird deutlicher, dass sich der Regelungsbereich auf geschlossene Fonds und verwandte Produkte (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 Prospektspflicht 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 bereits bestehende Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung („VerkProspV“) ergänzt, welche die Mindestangaben für Verkaufsprospekte enthält. Die VerkProspV wird durch das Gesetz 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)
- zusätzliche Angaben zu Vermittlungsprovisionen

Details of the Changes

1. VermAnIG replaces VerkProspG

The current VerkProspG will be replaced by the new VermAnIG. The new name makes it clear that the scope of application comprises only closed-end funds and related products (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 already existing Sales Prospectus Decree („VerkProspV“) which contains the minimum information requirements for sales prospectuses. The VerkProspV will be amended in several points by the Act.

• 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)
- Additional information on intermediaries' fees

- 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.

Die in den ersten Entwürfen vorgesehene Angabe zum Vorhandensein und Ergebnis eines Wirtschaftsprüfergutachtens zum Verkaufsprospekt (nach IDW S4-Standard) wurde hingegen fallengelassen.

• Neues Vermögensanlagen-Informationsblatt

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):

- Anlagestrategie und Anlageobjekte
- Risiken
- Aussichten für Kapitalrückzahlung und Erträge unter verschiedenen Marktbedingungen
- Kosten und Provisionen.

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

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 Haftungsregeln (§ 22 VermAnlG).

- 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.

Other than proposed in the first drafts, there is no obligation to provide information on the existence and outcome of an expert opinion rendered by a public accountant on the sales prospectus (pursuant to the IDW S4 standard).

• New Investment Products Leaflet

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):

- Investment strategy and investments
- Risks
- Expectations for repayment of capital and gains under different market conditions
- Costs and fees.

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

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 anytime during the placement period. There are special rules on liability for errors in the information leaflet (Sec. 22 VermAnlG).

• BaFin-Prüfung: Erweiterter Prüfungsumfang und längere Frist

Umfang und Ablauf des BaFin-Prüfungsverfahrens ändern sich mit dem VermAnlG 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 VermAnlG).
- Für die BaFin-Prüfung besteht weiterhin eine Frist von 20 Werktagen. Die Frist beginnt jedoch nicht mehr zwingend mit Prospekteinreichung, 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. Das Gesetz sieht aber vor, dass das vorgeschaltete Anhörungsverfahren innerhalb von 10 Werktagen abgeschlossen werden „soll“. Die Prüfungsdauer würde sich damit in der Regel auf ca. 30 Werktage verlängern.

• Veröffentlichung von Verkaufsprospekten

Verkaufsprospekte werden zukünftig durch Bekanntmachung im elektronischen Bundesanzeiger (statt in einem überregionalen Börsenpflichtblatt) veröffentlicht. Bis zum 31. Dezember 2014 ist jedoch zusätzlich eine Bekanntmachung in einem überregionalen Börsenpflichtblatt vorzunehmen.

• Prospektnachträge

Das VermAnlG behält das bisherige Konzept bei, wonach wesentliche tatsächliche Änderungen während der Platzierungsphase in einem Prospektnachtrag bekanntzumachen sind. Das VermAnlG enthält

• BaFin Review: Broader Scope of Review and Extended Time Limit

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

- 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 sales prospectus (Sec. 8(1) VermAnlG).
- 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). The legislation now foresees that the hearing process “should” be completed within 10 working days. This would typically extend the review process to approx. 30 working days.

• Publication of Sales Prospectuses

In future, sales prospectuses will be published by announcement in the electronic German federal gazette (instead of a supra-regional *Börsenpflichtblatt* (newspaper recognized by the stock exchanges in Germany)). Until December 31, 2014, however, an additional announcement in a *Börsenpflichtblatt* will be required.

• Supplements to the Prospectus

The VermAnlG retains the existing concept that important factual changes during the placement period have to be publicized in a supplement to the prospectus. The VermAnlG specifically rules that a

künftig auch die ausdrückliche Regelung, dass ein Nachtrag auch zur Korrektur von Unrichtigkeiten zu erstellen ist, die von Anfang an bestanden (§ 11 VermAnlG).

In der letzten Phase des Gesetzgebungsverfahrens wurden noch zwei wichtige Änderungen im Nachtragsverfahren eingeführt:

- Nachträge sind vor der Veröffentlichung von der BaFin zu prüfen und zu billigen (ähnlich wie der Prospekt selbst).
- Wenn ein Nachtrag veröffentlicht wird, haben alle zuvor beigetretenen Anleger ein Recht auf Widerruf ihrer Beteiligungserklärung(!). Diese drastische Regelung wird durch eine sehr kurze Widerrufsfrist von nur 2 Werktagen abgemildert. Dabei ist unklar, ob Anleger in der Praxis überhaupt rechtzeitig Kenntnis von der Veröffentlichung eines Nachtrags erlangen, weil die Veröffentlichung nur im elektronischen Bundesanzeiger erfolgen muss.

3. Neue Prospekthaftungsregeln und Aufhebung der kurzen Verjährungsfrist

Die Prospekthaftung bei geschlossenen Fonds im Retail-Segment ist künftig eigenständig im VermAnlG geregelt. 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 Neuregelung der Prospekthaftung im VermAnlG enthält keine besondere Verjährungsfrist. Zugleich entfällt der Verweis auf die kurze Verjährungsfrist für Prospekthaftungsansprüche in § 46 BörsG. Diese

supplement can also be made to correct an error which was contained in the prospectus from the very beginning (Sec. 11 VermAnlG).

In the final phase of the legislative procedure, two important amendments regarding supplements to the prospectus were made:

- The BaFin reviews and approves supplements to the prospectus (similar to the review and approval of the prospectus itself).
- If a supplement to the prospectus is published, all investors who were admitted to the fund before have a right to revoke their subscription(!). This drastic provision is mitigated by a very short deadline for the declaration of the revocation of only 2 business days. Furthermore, practically it is not clear if investors will even receive the information on the publication of the supplement to the prospectus in time, as the supplement to the prospectus only has to be published in the electronic Federal Gazette.

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

The VermAnlG contains special rules for prospectus liability concerning closed-end funds. 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 new rules on prospectus liability in the VermAnlG do not contain a special limitation period. At the same time, the reference to the short limitation period for prospectus liability claims pursuant to

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 des 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 des BGB künftig auch für Prospekthaftungsansprüche bei Fonds für institutionelle Investoren gilt.

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

Bislang sieht das VerkProspG vor, dass Prospekthaftungsansprüche 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 VermAnlG wird die Präklusion erst nach Ablauf der Platzierung, spätestens zwei Jahre nach Platzierungsbeginn wirksam. Jeder Verkaufsprospekt muss zukünftig aber einen hervorgehobenen Hinweis auf diese Präklusion enthalten (§ 7 Abs. 2 Satz 2 VermAnlG).

Sec. 46 BörsG has been 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 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 VermAnlG, the preclusion will apply 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 VermAnlG).

4. Neue Berichtspflichten

Das VermAnlG 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 Kapitalgesellschaften aufstellen (anders als in den früheren Gesetzentwürfen müssen aber nicht mehr die Vorschriften für *große* Kapitalgesellschaften eingehalten werden). Hierzu zählt auch die Verpflichtung, einen Lagebericht aufzustellen. Der Jahresabschluss und der Lagebericht müssen zwingend durch einen Abschlussprüfer geprüft werden (§§ 24, 25 VermAnlG).

5. Finanzinstrumentebegriff: Anwendung des WpHG und des KWG auf geschlossene Fonds

Anteile an geschlossenen Fonds waren bislang 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 geschlossene Fonds.

Beides wird sich mit Inkrafttreten des Gesetzes ändern. Dann werden 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

4. New Reporting Requirements

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

In future, the fund must set up its annual financial statements according to the rules applicable for corporations (other than proposed in the earlier drafts of the Act, however, the rules for *large* corporations are not mandatory). 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 VermAnlG).

5. Definition of Financial Instruments: Application of WpHG and KWG to Closed-End Funds

Interests in closed-end funds did until now not qualify as “financial instruments” within the meaning of the WpHG (Sec. 2 (2 b) WpHG) and 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 closed-end funds

Both will change with the entering into force of the Act. 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

„Vermögensanlagen, für die eine Prospektpflicht nach § 8f des Verkaufsprospektgesetzes besteht“. Damit sollten Fonds für institutionelle Anleger (für die eine Prospektpflicht z.B. wegen Überschreitung der Mindestbeteiligungsschwelle von Euro 200.000 nicht besteht), aus dem Anwendungsbereich des WpHG und des KWG ausdrücklich ausgenommen sein. Diese Einschränkung hat der Gesetzgeber jetzt aufgegeben.

Die Neuregelung des Finanzinstrumentebegriffs im WpHG und im KWG ist so vorgenommen worden, dass sie sowohl Retail-Fonds als auch Fonds im institutionellen Segment umfasst. Denn die Definition der Finanzinstrumente im WpHG und KWG erfasst künftig alle „Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Abs. 2 VermAnlG“. Dies sind alle geschlossenen Fonds (mit oder ohne gesetzliche Prospektpflicht), weil sich die Ausnahmen vom Anwendungsbereich des VermAnlG für institutionelle Fonds erst in § 2 des VermAnlG finden und sich nur auf die §§ 6 bis 26 VermAnlG beziehen.

- **Personengesellschaftsanteile sind weiterhin keine Wertpapiere**

Der deutsche Gesetzgeber behält auch mit dem neuen Gesetz die Position bei, dass Personengesellschaftsanteile keine "Wertpapiere" sind (sondern nur Finanzinstrumente). Auch wenn die MiFID-Richtlinie ausdrücklich die Möglichkeit vorsieht, Personengesellschaftsanteile als Wertpapiere einzustufen, behält das deutsche Recht die Sichtweise bei, dass Personengesellschaftsanteile mit Aktien nicht hinreichend vergleichbar seien und daher nicht als Wertpapiere behandelt werden könnten. Eine Folge dieser Einstufung ist, dass das Wertpapierprospektgesetz weiterhin nicht auf die Platzierung von Anteilen an geschlossenen Fonds anwendbar ist.

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. This restriction has, however, been dropped by the legislator.

The notion of financial instruments in the WpHG and the KWG was defined in a way that it encompasses retail funds as well as funds in the institutional segment. The definition of financial instruments in the WpHG and the KWG refers to "investment products pursuant to Sec. 1 (2) VermAnlG". That comprises all closed-end funds (whether or not they have a statutory obligation to publish a prospectus), while the exceptions from the scope of application of the VermAnlG for institutional funds are only contained in Sec. 2 VermAnlG and only refer to Sec. 6 to 26 VermAnlG.

- **Partnership Interests are still not "Securities"**

Also under the new Act, the German legislator retains the position that partnership interests will not be qualified as "securities" (but as financial instruments). Although MiFID expressly foresees the option to qualify partnership interests as securities the German law nonetheless still has the view that interests in partnerships do not equal shares and thus cannot be treated as securities. One of the consequences of such qualification is that the German Securities Sales Prospectus Act ("Wertpapierprospektgesetz") remains not being applicable to the offering of interests in closed-ended funds.

• **Neue Verhaltenspflichten für den Vertrieb nach WpHG oder der Finanzanlagenvermittlerverordnung**

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

- 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.

Zu beachten ist, dass die Organisations- und Verhaltenspflichten des 6. Abschnitts des WpHG abhängig davon anzuwenden sind, ob Kunden (Anleger) als Privatkunden, professionelle Kunden oder geeignete Gegenpartei einzustufen sind. Gerade für den Vertrieb von Fonds im institutionellen Segment können sich deutliche Erleichterungen ergeben, wenn alle Anleger professionelle Kunden sind.

Die WpHG-Regeln gelten unmittelbar nur für den Vertrieb von Fondsanteilen durch Banken und Finanzdienstleistungsinstitute. Für sog. freie Vermittler (einschließlich Placement Agents) gelten Sonderregeln nach der noch zu erlassenden Finanzanlagenvermittlerverordnung. Die Regeln dieser Verordnung werden aber inhaltlich mit den WpHG-Regeln vergleichbar sein.

• **Erlaubnis für Vermittler: GewO statt 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.

• **New Conduct Rules for Placements pursuant to the WpHG or the Investment Products Placement Regulation**

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. In principle, all organizational and conduct requirements under Article 6 of the WpHG will become applicable, including:

- Obligation to give 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.

It should be noted that the application of the organizational and conduct requirements under Article 6 of the WpHG depends on whether clients (investors) are qualified as retail clients, professional clients or qualified counterparties. In particular for the placement of funds in the institutional segment significant exemptions can apply if all investors are professional clients.

The WpHG provisions only apply directly to the placement of fund interests to banks and financial service institutions. For so-called independent intermediaries (including placement agents) special rules apply under the Investment Products Placement Regulation, which is still to be passed. The respective rules will, however, be similar to the rules under the WpHG.

• **License for Intermediaries (GewO / KWG)**

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 would also subject the placement of such interests to a BaFin licensing requirement.

Das Gesetz nimmt jedoch freie Vermittler von der Einstufung als „Finanzdienstleistungsinstitute“ aus (§ 2 Abs. 6 Nr. 8 Buchst. e) KWG). Die freien Vermittler benötigen damit im Ergebnis anstelle einer KWG-Erlaubnis weiterhin nur eine Erlaubnis nach der GewO. Die Verortung der Erlaubnispflicht – KWG oder GewO – war im Vorfeld des Gesetzes stark umstritten.

Die Erlaubnis nach der GewO wird zukünftig jedoch an strengere Voraussetzungen geknüpft: Vorgesehen 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. Diese Erlaubnispflicht wird auch für freie Vermittler im institutionellen Segment (Placement Agents) gelten.

• KWG-Erlaubnis für sonstige Tätigkeiten?

Da das Gesetz an der grundlegenden Definition von „Finanzinstrumenten“ ansetzt, könnten zahlreiche bislang von Initiatoren und Dienstleistern geschlossener Fonds ausgeübte Tätigkeiten Anknüpfungspunkt für eine Erlaubnispflicht nach dem KWG sein. Das Gesetz sieht hierbei keine umfassende Generalausnahme vor, sondern eine Reihe von Einzelausnahmen, die einige typische Tätigkeiten erfassen, die im Rahmen der Emission und Verwaltung von geschlossenen Fonds von Dritten erbracht werden.

Ausdrücklich nicht erlaubnispflichtig sind danach:

- Treuhandtätigkeiten
- Übernahme von Platzierungsgarantien
- Anlageberatung und Anlagevermittlung (s.o.)
- Platzierung des Fonds als Tätigkeit des Anbieters/Initiators

However, the Act exempts independent intermediaries from the definition of “financial service providers” (Sec. 2(6) No. 8 e) KWG). Effectively, independent intermediaries do not require a KWG license but continue to require a GewO-license only. The location of the licensing requirement – KWG or GewO – was highly disputed in the forefront of the Act.

The license required under the GewO will, however, in future be subject to stricter requirements. 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. This licensing requirement will also apply to independent intermediaries in the institutional segment (placement agents).

• KWG-License for Other Functions?

As the Act 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 Act does not contain a comprehensive general exception but a number of singular exceptions that cover certain typical activities that are rendered by third parties in connection with the issuing and management of closed-end funds.

The following will not require a license:

- Serving as a nominee
- Issuing of placement guarantees
- Investment intermediation and investment advice (see above)
- Placements of funds undertaken by the sponsor/initiator

Kernfrage ist aber, ob die Auflegung und Verwaltung eines geschlossenen Fonds selbst eine Erlaubnispflicht nach dem KWG auslöst. Da das Gesetz vorsieht, dass durch das Platzierungsgeschäft keine Erlaubnispflicht entstehen soll, ist dies für die Auflegung eher unwahrscheinlich. Für die Verwaltung des Fonds sollte jedenfalls solange keine Erlaubnispflicht ausgelöst werden, wie der Fonds nicht selbst in Finanzinstrumente investiert. Damit dürfte etwa die Verwaltung direktinvestierender Private Equity-Fonds und Immobilienfonds aus dem Anwendungsbereich des KWG ausgenommen bleiben.

Unklar ist die Situation aber noch für Dachfonds und deren Manager. Die Unsicherheit besteht, weil die Verwaltung eines in Finanzinstrumenten angelegten Vermögens (und Zielfondsanteile werden mit dem Gesetz Finanzinstrumente) den Tatbestand der Anlageverwaltung oder der Finanzportfolioverwaltung erfüllen kann. Die hierauf wohl zugeschnittene Ausnahmevorschrift des KWG ist in einer Weise formuliert, die mit der Struktur von Dachfonds nur schwer in Einklang zu bringen ist. Dennoch müsste nach dem Zweck des Gesetzes die (risikoärmere) Verwaltung eines Dachfonds erlaubnisfrei sein, wenn schon die Verwaltung eines direkt investierenden Fonds erlaubnisfrei ist. In dieser Frage bleibt die Position der BaFin abzuwarten.

6. Zeitliche Geltung, Vertrauensschutz

Die neuen Regelungen des VermAnlG gelten grundsätzlich nur für Prospekte, die nach dem Inkrafttreten des Gesetzes (also nach Mitte 2012) bei der BaFin zur Prüfung 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.) gelten jedoch auch für Altfonds, wenn sie bei Inkrafttreten (also voraussichtlich Mitte 2012) noch im Vertrieb sind. Sie gelten dann erstmals für das Geschäftsjahr 2014.

The key question is, however, whether the formation and management of a closed-end fund as such will trigger a licensing requirement under the KWG. As the Act shows that the placement of the fund should not create a licensing requirement, it is rather unlikely that the formation of the fund would. For the management of a fund no licensing requirement should be triggered if the fund itself does not invest in financial instruments. Thus, for example the management of directly investing private equity and real estate funds should still be excluded from the scope of application of the KWG.

For fund of funds and their managers, however, the situation is still unclear. The uncertainty lies in the fact that the management of a portfolio of financial instruments (and interests in target funds will become financial instruments through the Act) can fall under the rules for “investment management” (*Anlageverwaltung*) or “financial portfolio management” (*Finanzportfolioverwaltung*). The legal exemption in the KWG apparently targeting this situation is drafted in a way that is difficult to apply to the structure of fund of funds. Nevertheless, given the objective of the Act, the administration of a fund-of-funds (with a lower risk profile) should not require a license if even the administration of a directly investing fund does not require a license. The position of the BaFin on this question is still open.

6. Date of Application, Grandfathering

The new rules of the VermAnlG generally only apply to prospectuses which are filed to BaFin after the Act has entered into force (i.e. after mid-2012) (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 to existing funds if such funds are still being placed at the time of entering into force of the Act (i.e. presumably mid-2012). In this case, they apply to all business years from 2014 on.

Soweit durch die Änderung des Finanzinstrumentenbegriffs eine Erlaubnispflicht nach dem KWG begründet wird, gilt diese vorläufig als erteilt, wenn innerhalb von einem Jahr nach Verkündung des Gesetzes (also bis voraussichtlich Ende 2012) ein vollständiger Erlaubnis Antrag gestellt wird.

Stand der Umsetzung, Ausblick

Das „Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts“ ist vom Bundestag verabschiedet und der Bundesrat hat keinen Einspruch eingelegt. Mit der Veröffentlichung des Gesetzes im Bundesgesetzblatt ist in den nächsten Wochen zu rechnen.

Das neue Gesetz wirft auch nach seiner Verabschiedung noch eine Reihe von Anwendungsfragen auf, die in der Praxis zu klären sind. Von erheblicher Bedeutung wird hier die Position der BaFin in Bezug auf mögliche Erlaubnispflichten sein. Ebenfalls noch völlig offen ist die Frage, wie sich die neuen Regelungen mit der nationalen Umsetzung der AIFM-Richtlinie vereinbaren lassen.

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

Insofar as the amendment of the definition of financial instruments causes a licensing requirement under KWG, the license will preliminarily be deemed to be granted if within one year after promulgation of the Act (i.e. presumably until end of 2012) a comprehensive application for license has been filed.

Status of Implementation, Outlook

The “Act Reforming the Laws on Intermediaries for Financial Investments and on Investment Products” has been passed by the *Bundestag* (lower house of the German Parliament), and the *Bundesrat* (upper house of the German Parliament) did not raise an objection. The Act should be published in the German Federal Gazette within the next weeks.

Even after it has been passed, the new Act raises a number of questions of application that need to be solved in practice. Of particular importance will be which position BaFin takes with regard to potential licensing requirements. Furthermore, it is entirely open how the new provisions will work together with the national implementation of the AIFM directive.

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