

AN: Mandanten
VON: P+P Pöllath + Partners
DATUM: Donnerstag, 6. Mai 2010
ZU: **Anlegerschutzverbesserungsgesetz II (Diskussionsentwurf vom 3. Mai 2010) – Auswirkungen für geschlossene Fonds**

TO: Clients
FROM: P+P Poellath + Partners
DATE: Thursday, May 06, 2010
RE: **Investor Protection Improvement Act II (Discussion Draft of May 3, 2010) – Implications for Closed-End Funds**

Zusammenfassung

Das Bundesfinanzministerium hat am 3. Mai 2010 einen Diskussionsentwurf für ein Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes („**Anlegerschutzverbesserungsgesetz II**“) vorgestellt.

Geplant ist eine stärkere Regulierung geschlossener Fonds, die für den öffentlichen Vertrieb an nicht-institutionelle Anleger vorgesehen sind (sog. Retail-Fonds). **Da der Entwurf hierfür an die Pflicht zur Veröffentlichung eines Verkaufsprospekts nach dem Verkaufsprospektgesetz (VerkProspG) anknüpft, haben viele der Neuregelungen voraussichtlich keine Auswirkungen auf Fonds aus dem institutionellen Bereich (Nicht-Retail-Fonds).** Nicht-Retail-Fonds sind insbesondere Fonds mit einer Mindestbeteiligungshöhe von Euro 200.000 oder mehr je Anleger.

Die wichtigsten vorgeschlagenen Maßnahmen sind:

1. Anwendung des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) auf Anteile an geschlossenen (Retail-) Fonds. Folge ist eine Verschärfung des Ver-

Executive Summary

On May 3, 2010, the Federal Ministry of Finance has published a discussion draft of an Act Improving Investor Protection and the Functioning of the Capital Market (“**Investor Protection Improvement Act II**“).

It is proposed to tighten regulation of closed-end funds structured for public placement to non-institutional investors (so-called retail funds). **As the draft refers to the statutory obligation to set up a sales prospectus according to the Sales Prospectus Act (VerkProspG) for this purpose, many of the proposed new rules should not concern funds for institutional investors (non-retail funds).** Non-retail funds are in particular funds with a minimum commitment of Euro 200,000 or more per investor.

The most important proposed measures are:

1. Application of the Securities Trading Act (WpHG) to interests in closed-end (retail) funds. As a consequence, the placement

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

triebsrechts durch Übernahme des MiFID-Standards (gesetzliche Pflicht zur anlegergerechten Beratung, Offenlegung von Provisionen, Beratungsprotokoll, Registrierung von bestimmten Mitarbeitern bei der BaFin). Zudem sollen Anleger zusätzlich zum Verkaufsprospekt ein standardisiertes Produkt-Informationsblatt erhalten.

2. Anwendung des Kreditwesengesetzes (KWG) auf Anteile an geschlossenen (Retail-)Fonds. Folge ist eine Erlaubnispflicht nach KWG für den Vertrieb und für weitere Tätigkeiten im Zusammenhang mit diesen Fonds. Dies kann auch die Tätigkeit der Fondsmanager und der Fonds selbst betreffen.
3. Überarbeitung und Erweiterung der Mindestprospektangaben nach der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung (VermVerkProspV) und Änderungen im BaFin-Prüfungsverfahren nach dem VerkProspG.
4. Aufhebung der kurzen Verjährungsfrist für Prospekthaftungsansprüche nach § 46 Börsengesetz (BörsG). **Diese Änderung kann sich auf alle geschlossenen Fonds (auch Nicht-Retail-Fonds) auswirken.**

Daneben enthält der Gesetzentwurf einzelne zusätzliche regulatorische Vorschriften für ungedeckte Leerverkäufe von Aktien, für Meldepflichten nach dem WpHG und für offene Immobilienfonds. Diese Vorschläge betreffen geschlossene Fonds typischerweise nicht und werden nachfolgend nicht behandelt.

rules will become stricter by adopting the MiFID standard (statutory obligation to give investor-tailored investment advice, disclosure of fees, record on investment advice, registration of certain employees with the German Financial Supervisory Agency (BaFin)). Furthermore, investors shall receive a standardized product leaflet in addition to the sales prospectus.

2. Application of the Banking Act (KWG) to interests in closed-end (retail) funds. As a consequence, a license under the KWG will be required for placement and for other functions in connection with such funds. This can also affect the functions of the fund managers and the funds themselves.
3. Amendment and enhancement of the minimum information requirements for sales prospectuses under the Sales Prospectus Decree (VermVerkProspV) and amendment of the BaFin review process under the VerkProspG.
4. Abolishment of the short limitation period for prospectus liability claims under Sec. 46 Securities Exchange Act (BörsG). **This proposal can affect all closed-end funds (including non-retail funds).**

Furthermore, the draft legislation contains a number of additional regulatory provisions for uncovered short sales in shares, for shareholding notifications under the WpHG and for open-end real estate funds. These proposals typically do not concern closed-end funds and are not discussed in the following.

Einzelheiten der geplanten Maßnahmen

1. Anwendung des WpHG auf geschlossene Fonds

Anteile an geschlossenen Fonds sind derzeit keine „Finanzinstrumente“ im Sinne des WpHG (§ 2 Abs. 2 b WpHG). Deshalb finden die Anlegerschutzvorschriften aus dem Bereich des Wertpapierrechts (europäischer MiFID-Standard) auf den Vertrieb geschlossener Fonds derzeit keine Anwendung. Dies soll sich mit dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz II ändern. Künftig sollen auch „Anteile an Vermögensanlagen, für die eine Prospektspflicht nach § 8f des Verkaufsprospektgesetzes besteht“ Finanzinstrumente im Sinne des WpHG (und des KWG, dazu unter 2.) sein.

- **Anwendung nur auf Retail-Fonds**

Die im Gesetzentwurf vorgesehene Regelung knüpft an die Prospektspflicht nach dem VerkProspG an (Retail-Fonds). Damit dürften Vermögensanlagen (insbesondere geschlossene Fonds), für die eine Ausnahme von der Prospektspflicht gilt, nicht erfasst sein. Ausnahmen von der Prospektspflicht gelten insbesondere für Fonds mit einem Mindestzeichnungsbetrag von Euro 200.000 oder mehr für jeden Anleger. Diese Regelungstechnik hat den Vorteil, dass eine eindeutige Abgrenzung zwischen von der Neuregelung erfassten und nicht erfassten Fonds besteht.

- **Verschärfung des Vertriebsrechts**

Die Regelungen für den Vertrieb von Anteilen an geschlossenen (Retail-)Fonds verschärfen sich durch

Details of the Proposed Measures

1. Application of the WpHG to Closed-end Funds

Interests in closed-end funds currently are not qualified as “financial instruments” under the WpHG (Sec. 2 Subsec. 2 b WpHG). Therefore, the investor protection rules existing in the field of securities laws (European MiFID standard) do currently not apply to the placement of closed-end funds. The Investor Protection Improvement Act II proposes a change in this regard. In future, “interests in financial investments which are subject to a statutory obligation to set up a prospectus pursuant to Sec. 8f of the Sales Prospectus Act” shall be treated as financial instruments within the meaning of the WpHG (and of the KWG, see 2. below).

- **Application only to Retail Funds**

The provision contained in the draft legislation refers to the statutory prospectus requirements under the VerkProspG (retail funds). This should exclude financial investments (in particular closed-end funds) to which an exemption from the statutory prospectus requirements applies. Exemptions from the statutory prospectus requirements apply in particular to funds with a minimum commitment of Euro 200,000 or more per investor. This drafting mechanism has the advantage that a clear determination exists between funds that fall under the new rules and funds that do not.

- **Tightened Rules for Placements**

The rules for placement of interests in closed-end (retail) funds are significantly tightened by the in-

die Einbeziehung in das WpHG deutlich. Anwendbar werden sämtliche Organisations- und Verhaltenspflichten des 6. Abschnitts des WpHG, insbesondere:

- gesetzliche 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
- Verstöße gegen die WpHG-Pflichten gelten regelmäßig als Ordnungswidrigkeiten

- **Produkt-Informationsblatt**

Dem Anleger soll, zusätzlich zum Verkaufsprospekt, vor Vertragsschluss ein kurzes und leicht verständliches Produkt-Informationsblatt zur Verfügung gestellt werden. Für das Informationsblatt soll ein in einer Verordnung festgelegter Standard gelten. Das Produkt-Informationsblatt ist als Teil der Verpflichtungen des Anlageberaters vorgesehen. Faktisch ist jedoch zu erwarten, dass das Informationsblatt bereits im Rahmen der Prospektaufstellung vom Initiator verfasst wird.

clusion into the scope of the WpHG. All organizational and conduct requirements under Article 6 of the WpHG will be applicable, including:

- statutory obligation to give investor-tailored investment advice
- disclosure of fees
- record of the 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
- violations of the WpHG duties are generally treated as an administrative offence

- **Product Leaflet**

In addition to the sales prospectus, investors shall receive a short and easily understandable product leaflet prior to entering into the agreement. The product leaflet shall follow a standard set forth in an administrative decree. The product leaflet is regarded as part of the obligations of the investment advisor. Practically, however, it can be expected that the product leaflet will be prepared by the initiator of the fund in the course of setting up the prospectus.

2. Anwendung des KWG auf geschlossene Fonds

Anteile an geschlossenen Fonds, für die eine gesetzliche Prospektspflicht besteht, sollen künftig auch als Finanzinstrumente im Sinne des KWG gelten (§ 1 Abs. 11 KWG neu). Die vorstehend beschriebenen Ausnahmen vom Anwendungsbereich für Nicht-Retail-Fonds sollen auch im Rahmen des KWG gelten.

- **KWG-Erlaubnis für Vertriebsunternehmen**

Folge der Einbeziehung in das KWG ist, dass für viele Tätigkeiten, die sich auf Finanzinstrumente beziehen, eine Erlaubnispflicht bei der BaFin entsteht (§ 32 KWG). Der Gesetzentwurf zielt dabei in erster Linie auf den Vertrieb. Vertriebsunternehmen würden deshalb künftig anstelle der Erlaubnis nach § 34c Gewerbeordnung (GewO) die an erheblich strengere Voraussetzungen geknüpfte Erlaubnis nach § 32 KWG benötigen.

- **KWG-Erlaubnis für sonstige Tätigkeiten**

Noch nicht endgültig abzuschätzen ist, welche weiteren Tätigkeiten für geschlossene Fonds künftig erlaubnispflichtig werden. Da der Gesetzentwurf an der grundlegenden Definition von „Finanzinstrumenten“ ansetzt, können zahlreiche bislang von Initiatoren und Dienstleistern übernommene Tätigkeiten erlaubnispflichtig werden. Der Gesetzentwurf sieht nur eine begrenzte Ausnahme für Dienstleistungen vor, die im Rahmen der Emission und Verwaltung von geschlossenen Fonds von Dritten erbracht werden, z. B. für Treuhandgesellschaften.

2. Application of the KWG to Closed-end Funds

Interests in closed-end funds which are subject to a statutory prospectus obligation shall be treated as financial instruments within the meaning of the KWG as well in future (Sec. 1 Subsec. 11 KWG new). The exemptions from the scope of application for non-retail funds described above shall also apply under the KWG.

- **KWG-License for Sales Organizations**

A consequence of the inclusion into the scope of the KWG is that many functions concerning financial instruments will become subject to a licensing requirement with BaFin (Sec. 32 KWG). The draft legislation primarily focuses on placement functions. Sales organizations would therefore not be able to work under a license pursuant to Sec. 34c of the Industrial Code (GewO) but require the license under section 32 KWG which is subject to significantly stricter standards.

- **KWG-License for Other Functions**

It is not yet fully clear what other functions for closed-end funds could trigger a licensing requirement in the future. As the draft legislation changes the basic definition of “financial instruments” several functions which are currently performed by initiators and service providers could require a license. The draft legislation provides only a limited exemption for services in the course of the offering and administration of closed-end funds rendered by third parties, e.g. for nominee agents.

3. Änderung des VerkProspG und der Verm-VerkProspV

- **Zusätzliche Mindestangaben**

Die gesetzlichen Mindestangaben für Verkaufsprospekte nach der VermVerkProspV sollen in vielen Einzelpunkten überarbeitet und erweitert werden. Hierzu zählen:

- Angabe zum Vorhandensein und Ergebnis eines Wirtschaftsprüfergutachtens (nach IDW S4-Standard)
- zusätzliche Angaben zum Emittenten, z. B. über frühere Insolvenzen
- erweiterte Angaben zum Planungsstand bei Blindpool-Modellen
- Pflicht zum Abdruck eines Mittelverwendungskontrollvertrags

- **Erweiterter Prüfungsmaßstab und längere Frist**

Zudem ändern sich Umfang und Ablauf des BaFin-Prüfungsverfahrens nach dem VerkProspG in wesentlichen Punkten:

- Die BaFin prüft künftig auch die Kohärenz und Verständlichkeit der Prospektangaben (neben der Vollständigkeit).
- Die Frist von 20 Werktagen für die BaFin-Prüfung beginnt erst, wenn der Prospekt nach Einschätzung der BaFin vollständig ist, d. h. die Dauer eines Anhörungsverfahrens zählt für die Fristberechnung nicht mit.

3. Amendment of the Sales Prospectus Act and the Sales Prospectus Decree

- **Additional Minimum Information**

The statutory minimum information for sales prospectuses pursuant to the VermVerkProspV shall be amended and extended in several points. This includes:

- information on the existence and result of an auditor's opinion (pursuant to IDW S4 standard)
- additional information on the emitter, e.g. on previous insolvencies
- extended information on the planning status in case of blind pool funds
- obligation to print in full an agreement on the correct application of funds

- **Broader Scope of Review and Extended Time Limit**

Furthermore, the scope and the procedure of the BaFin review under the VerkProspG will change substantially:

- BaFin shall review the coherence and comprehensibility of the information contained in the prospectus (in addition to the completeness).
- The time limit of 20 working days for the BaFin review only begins once BaFin considers the prospectus complete, i.e. the time required for the hearing process will not be calculated for the time limit.

4. Aufhebung der kurzen Verjährungsfrist für Prospekthaftungsansprüche

Der Entwurf sieht vor, die kurze Verjährungsfrist für Prospekthaftungsansprüche nach § 46 BörsG aufzuheben. Diese Vorschrift regelt, dass Prospekthaftungsansprüche grundsätzlich in einem Jahr ab Kenntnis des Prospektfehlers, spätestens (d. h. kenntnisunabhängig) aber in drei Jahren ab der Veröffentlichung des Prospekts verjähren. Diese Verjährung gilt bislang sowohl für nach dem Wertpapierprospektgesetz (WpPG) erstellte Prospekte als auch für Verkaufsprospekte nach dem VerkProspG (§ 13 Abs. 1 VerkProspG). Beibehalten werden soll hingegen die kurze Verjährung von Prospekthaftungsansprüchen nach dem Investmentgesetz (§ 127 Abs. 5 InvG). Von der Neuregelung ebenfalls nicht betroffen ist die (inhaltlich umstrittene) gesetzliche Ausschlussfrist für Prospekthaftungsansprüche sechs Monate nach Platzierungsbeginn (§ 13 Abs. 1 Nr. 1 VerkProspG i.V.m. § 44 Abs. 1 Satz 1 BörsG). Hierbei handelt es sich rechtssystematisch nicht um eine Verjährungsfrist. Die Neuregelung soll nur auf Ansprüche Anwendung finden, die nach Inkrafttreten des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes II entstehen.

• Anwendbarkeit der Regelverjährung nach BGB

Bei einem Wegfall von § 46 BörsG würde für Prospekthaftungsansprüche die Regelverjährung nach BGB gelten (drei Jahre ab dem Schluss des Jahres, in dem der Anspruch entstanden ist und der Gläubiger Kenntnis von den anspruchsbegründenden Umständen erlangt hat). Damit würde die Verjährungs-

4. Abolishment of the Short Limitation Period for Prospectus Liability Claims

The draft legislation proposes to abolish the short limitation period for prospectus liability claims pursuant to Sec. 46 BörsG. This rule states 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. This limitation period currently applies to prospectuses set up under the Securities Prospectus Act (WpPG) as well as to sales prospectuses set up under the VerkProspG (Sec. 13 Subsec. 1 VerkProspG). However, the draft proposes to maintain the short limitation period of prospectus liability claims under the Investment Act (Sec. 127 Subsec. 5 InvG). The proposed new rule also does not affect the (disputed) statutory exclusion of prospectus liability claims six months after the commencement of the offering (Sec. 13 Subsec. 1 No. 1 VerkProspG in connection with Sec. 44 Subsec. 1 Sentence 1 BörsG). Systematically, this is not a limitation period. The proposed new rule shall only apply to claims which arise after the entering into force of the Investor Protection Improvement Act II.

• Application of the Regular Limitation Period under the Civil Code

When Sec. 46 BörsG is abolished, prospectus liability claims are subject to the regular limitation periods pursuant to the Civil Code (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). This

frist erst zu laufen beginnen, wenn der Anleger den Prospektfehler und die weiteren Umstände (häufig: den Schadenseintritt) kennt.

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

Die kurze Verjährungsfrist des § 46 BörsG wurde bislang häufig auch auf allgemeine zivilrechtliche Prospekthaftungsansprüche bei Nicht-Retail-Fonds angewandt. Diese Analogie würde mit Abschaffung von § 46 BörsG voraussichtlich ebenfalls gesperrt sein. Die Neuregelung hätte damit eine Verlängerung der Verjährung für Prospekthaftungsansprüche bei allen geschlossenen Fonds zur Folge.

Stand der Umsetzung, Ausblick

Der als „Diskussionsentwurf“ gekennzeichnete Gesetzentwurf befindet sich noch in einem frühen Stadium. Noch bis zum 28. Mai 2010 werden die Verbände zu dem Gesetzentwurf konsultiert; am 31. Mai 2010 findet eine Anhörung im Finanzministerium statt.

Dass eine stärkere Regulierung von geschlossenen Fonds mit den wesentlichen Elementen des jetzigen Gesetzentwurfs kommen wird, ist aber sehr wahrscheinlich. Der Bundestag hat ähnliche Regelungen schon in der vergangenen Legislaturperiode unter der großen Koalition diskutiert und jetzt wieder aufgegriffen. An der Mehrheitsfähigkeit des Entwurfes gibt es deswegen wenig Zweifel.

would cause the limitation period to begin only once the investor has become aware of the incorrectness in the prospectus and the other circumstances (typically: the occurrence of damage).

- **Implications for Non-Retail Funds**

The short limitation period under Sec. 46 BörsG was until now regularly applied to prospectus liability claims under general law rules in the case of non-retail funds. This analogy will presumably be dropped if Sec. 46 BörsG is abolished. The new rules would therefore result in an extended limitation period for prospectus liability claims with regard to all closed-end funds.

Status of Implementation, Outlook

The existing draft legislation, which is titled “discussion draft”, is still in an early stage. Until May 28, 2010 the professional organizations are consulted on the draft legislation; a hearing in the Ministry of Finance will take place on May 31, 2010.

Still, it is very likely that a tighter regulation of closed-end funds generally along the lines of the current draft legislation will eventually be adopted. Parliament discussed similar proposals already in the previous election period under the grand coalition, which it has now seized again. There can be little doubt therefore that the draft can find a majority.

Bei Fragen zögern Sie bitte nicht, die nachstehend aufgeführten Anwälte zu kontaktieren.

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

Mit freundlichen Grüßen

Best regards

P+P Pöllath + Partners

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

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