

TPW Workshop -

Regulierung: Risiko, Herausforderung oder Chance für Geschlossene Fonds?

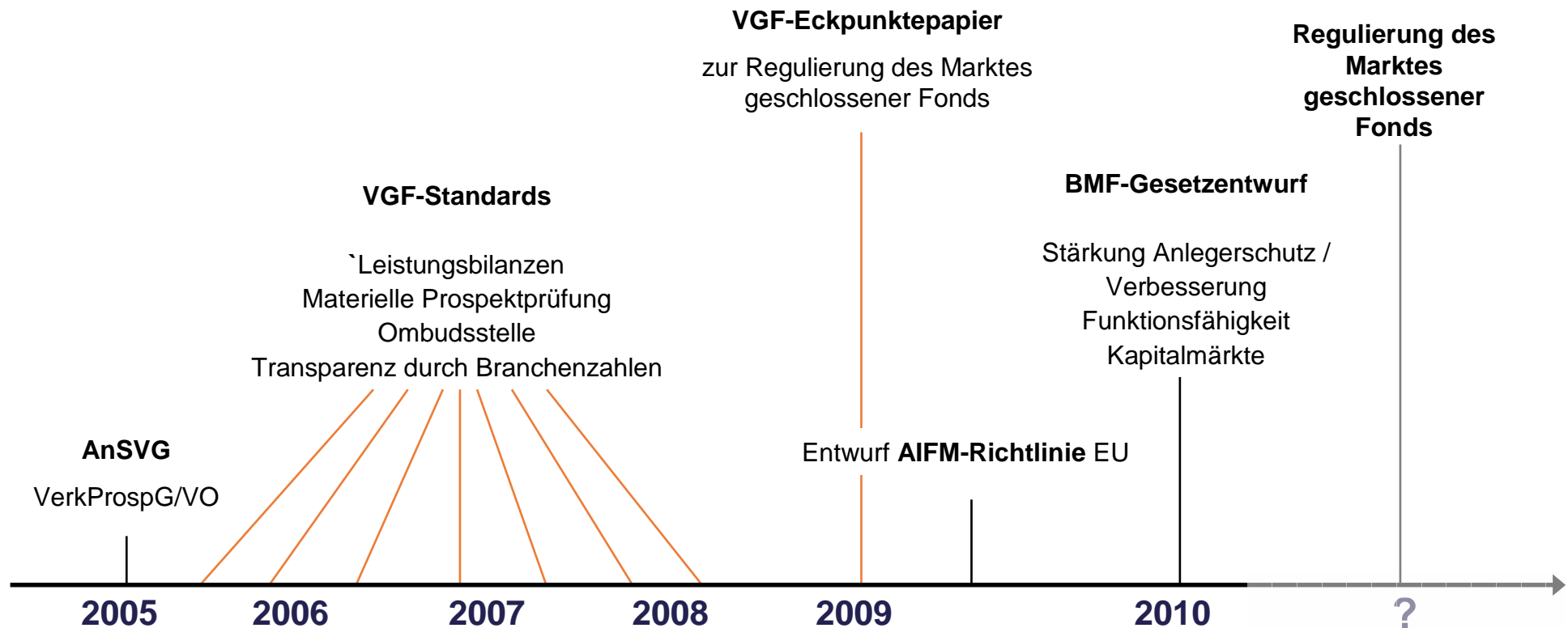
Regulierung Frühjahr 2010, Stand und Ausblick

*RA Eric Romba, VGF Verband Geschlossene Fonds e.V.*

Hamburg, 18. Mai 2010

# Auf dem Weg zur Regulierung geschlossener Fonds

## Logbuch



## VGF-Eckpunktepapier

- Verabschiedung im Februar 2009
- Regulierungsziele: **Wettbewerbsfähigkeit sichern!**
  - Produkt verbessern
  - Anlegerschutz stärken
  - Schwarze Schafe aus dem Markt verdrängen
- Regulierungsansatz: **Alle relevanten Ebenen erfassen!**
  - **Anbieter:** hohe Qualifikation der Personen, hohe Kapitalausstattung, klare Leistungsbilanzen, Offenlegungspflichten gegenüber der Finanzaufsicht
  - **Produkt:** materielle Prospektprüfungspflicht, aussagekräftige Kurzprospekte, Streichung der Anspruchsausschlussfristen
  - **Vertrieb:** Sachkundenachweis, Registerpflicht, Vermögensschadenshaftversicherung, Offenlegung aller Kosten und Provisionen
- Regulierungsmaßstab: **Rechtssicherheit durch einheitlichen Rechtsrahmen!**
- Regulierungssystematik: **Eigenes Gesetzes für geschlossene Fonds schaffen!**

## Wesentliche Inhalte mit Relevanz für geschlossene Fonds

- Anteile an geschlossenen Fonds werden Finanzinstrumente
- Daraus folgt:
  - Beratung und Vermittlung geschlossener Fondsanteile werden KWG-Geschäfte
  - Treuhandgeschäft, Übernahme von Platzierungsgarantien und Zweitmarktfonds sind grds. ebenfalls KWG-Geschäfte, für die Gesetzentwurf jedoch Ausnahmen vorsieht
  - Anwendbarkeit der Wohlverhaltensregeln, § 31 ff. WpHG, d.h. insbes.
    - Informations- und Beratungspflichten,
    - Dokumentationspflichten (Beratungsprotokoll)
    - Offenlegung Zuwendungen/ Provisionen

...

## Wesentliche Inhalte mit Relevanz für geschlossene Fonds

- Einführung eines 2-seitigen Produktinformationsblattes
- Kohärenzprüfung von Verkaufsprospekten
- Pflicht zur Testatsoffenlegung von IDW-S4-Gutachten im Prospekt
- Aufhebung spezialgesetzlichen Verjährung für Prospekthaftung, dadurch Verjährung anstelle von höchstens 3 Jahren, zukünftig bis zu 10 Jahre

## Einschätzung VGF (unter anderem)

### Pro:

- Regulierung geschlossener Fonds ist richtig und wichtig
- VGF Eckpunkte sind zum Teil im Gesetzentwurf berücksichtigt (Produktkurzinformation, Einbeziehung IDW-S4-Gutachten in Prospektpflicht, Offenlegung Provisionen etc.), jedoch mitunter nicht zu Ende gedacht
- Ausnahmen für Geschäftstätigkeit von Emissionshäusern

### Contra:

- Qualifizierung von Anteilen geschlossener Fonds als Finanzinstrumente
- Keine spezialgesetzliche Lösung: Verankerung der Regelungen im KWG mit Brückenschlag in das WpHG ist zu komplex
- Keine tatsächlichen Markteintrittsbarrieren für neue Anbieter
- Keine Aufhebung der kurzen 6-monatigen Ausschlussfrist für Ansprüche aus Prospekthaftung

## Kritische Fragen / Ausblick

- Folgen für den freien Vertrieb? Das Ende oder eine neue Welt mit Haftungsdächern?
- KWG-Pflichten für Geschäftstätigkeit bei Emissionshäusern: Wer muss, wer kann, wer will?
- KWG-Pflicht für Zweitmarkthandelsplattformen?
- AIFM ist auf der Zielgeraden: Neue Regelungen insbesondere für Emissionshäuser sind von dort zu erwarten.
- Zukunft und Leistbarkeit von IDW-S4-Gutachten?
- Wie ist ein haftungssicheres Produktinformationsblatt auszugestalten?

## Gesetzentwurf des BMF vom 3. Mai 2010

### Zeitfenster BMF Gesetzentwurf

- Anhörung im BMF am 31. Mai 2010
- Anschließend überarbeiteter Gesetzentwurf
- Durch Kabinett verabschiedeter Regierungsentwurf im Sommer 2010
- Beratungen im Bundestag voraussichtlich im September 2010
- Weitere Anhörung im Finanzausschuss des Deutschen Bundestages
- Verabschiedung Ende 2010, Inkrafttreten voraussichtlich Anfang 2011, spätestens April 2011

# Regelungsvorgaben aus Brüssel

## Inhalte AIFM-Richtlinienentwurf

- Anforderungen im Einzelnen
  - Zulassungsverfahren als AIFM
  - Vergütungsregeln
  - Risikomanagement
  - Liquiditätsmanagement
  - Kapitalanforderungen
  - Bewertungspflichten
  - Verwahrstellenpflicht
  - Regeln zur Aufgabenübertragung
  - Informationspflichten gegenüber Behörden
  - Informationspflichten gegenüber Investoren
  - Vertriebszulassung für AIF

## Hauptkritikpunkte zur AIFM-Richtlinie

- **Regelungsziele fraglich:**
  - Systemisches Risiko geschlossener Fonds makroökonomisch nahezu ausgeschlossen
  - Binnenmarkt für geschlossene Fonds undenkbar, da rein nationales Produkt
  - Anlegerschutz z. T. konterkariert, da Hohe Kosten ohne verhältnismäßigen Gegenwert
- **Einzelregelungen zu stark an offenen Fonds orientiert:**
  - kein aktives „Portfoliomanagement“
  - kein Einsatz komplizierter börsentäglicher Handelstechniken
- **Europäische Dimension für geschlossene Fonds nicht ausreichend bedacht:**
  - Wenn AIFM-Richtlinie anwendbar, droht auch Anwendbarkeit aller bestehenden EU-Kapitalmarktrichtlinien (MiFID, Prospektrichtlinie, Marktmissbrauchsrichtlinie etc.).
  - Folge: Unproportionale Regulierung mit hohen Kosten auf Anbieter und Investorenseite

## Einzelkritikpunkte zur AIFM-Richtlinie

- Richtlinie statuiert zunächst Vertriebsverbot an Privatinvestoren
  - Ausnahmen müssen erst vom jeweiligen Mitgliedsstaat (nach Maßstab der AIFM-Richtlinie) geschaffen werden
  - ABER: Aktueller BMF-Entwurf vom 03.05.10 kann hierzu genutzt werden.
- Richtlinie enthält kaum Bestandsschutz
  - Manager von Altfonds müssten innerhalb von zwei Jahren nach Inkrafttreten die Anforderungen erfüllen; offen ist die Kostentragung für die neuen Regelungsvorgaben
- Einzelanforderungen brauchen mehr Platz für nationalen Feinschliff
  - Verwahrstellenregeln schafft Depotbankpflicht und löst bewährtes Treuhandsystem ab
  - Risikomanagement muss risikoadäquat sein: Hedgefonds ≠ geschlossener Fonds
  - jährliche Bewertung aller Assets kostet viel, Mehrwert für Anleger aber fraglich
  - Liquiditätsmanagement bei Investitionen in Sachwerte unverhältnismäßig

## Verfahrensstand der AIFM-Richtlinie

- April 2009: Kommissionsvorschlag
- Seit April 2009: Beratung und Erarbeitung von Kompromissvorschläge durch Ratsarbeitsgruppen des Rats der Europäischen Union (Referentenebene)
- Seit September 2009: Debatte und Änderungsvorschläge im Wirtschafts- und Währungsausschuss (ECON) des Europäischen Parlaments (1670 Änderungsanträge)
- Zwischenergebnis: Massive Kritik beider Institutionen am ursprünglichen Entwurf
- 16.03.2010: Erste Beratung im Rat wegen UK-Blockade verschoben
- 17.05.2010: ECON stimmt über den Kompromisstext des Berichtstatters ab
- Sommer 2010: Trilogverhandlungen (Rat/Parlament/Kommission) geplant
- Inkrafttreten frühestens zum 01.01.2011 möglich
- Umsetzungsfrist für Mitgliedsstaaten: zwei Jahre

## Was wird kommen?

- Fest steht: Bundesregierung wird vor Inkrafttreten der AIFM-Richtlinie aktiv
  - Motiv: Erfüllung des Koalitionsvertrages, öffentlicher Regulierungsdruck
  - Außerdem: BMF will sich nach Vorstößen des BMELV profilieren
- AIFM-Richtlinie behält Ausstrahlungswirkung
  - Deutscher Gesetzgeber wird kein Gesetz schaffen, dass kurzfristig aus Europa überholt wird
  - Deshalb: BMF-Entwurf steht nicht im Widerspruch zu den geplanten AIFM-Regelungen, füllt die europäischen Vorgaben aber bei weitem nicht aus
  - Emissionshäuser aus BMF-Entwurf bewusst rausgehalten?
- Ergo: Die Regulierung kommt! Aber welche?
  - Kurzfristig: zunächst „nur“ strengere Vertriebsregeln in Deutschland
  - Mittel- bis langfristig: Regulierung des gesamten Geschäftsmodells im Einklang mit bestehenden oder zu schaffenden EU-Recht (*These!*)

VGF Kompetenztag Regulierung am 15.06.2010 in Berlin

- KWG-Zulassungserlaubnis: Für wen gilt sie und was sind die Zulassungsvoraussetzungen?
- Das Ende des freien Vertriebs: Haftungsdach als Lösung?
- Die Wohlverhaltensregeln nach §§ 31 ff. WpHG: Was ist bei den umfassenden Beratungs-, Dokumentations- und Organisationspflichten zu beachten?
- Kohärenzprüfung und Pflicht zur Ergebnisoffenlegung von IDW-S4-Gutachten
- Einführung eines Produktinformationsblattes
- Aktuelles zum Verfahrensstand der AIFM-Richtlinie – Was ist durch das deutsche Gesetz abgedeckt, was kommt noch?
- Mit Referenten aus dem BMF, Politik, Europäischer Kommission, Emissionshäusern, Vertrieb und Beratung

Programm und Anmeldung: [www.vgf-online.de/veranstaltungen.html](http://www.vgf-online.de/veranstaltungen.html)

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!  
Ich freue mich auf Ihre Fragen!