

von Dr. Sebastian Käßlinger und Dr. Christian Hillebrand, P+P Pöllath + Partners (Frankfurt/Berlin)

Mit Beginn des neuen Jahres sehen sich Fondsmanager erneut der Frage ausgesetzt, welchen neuen regulatorischen Änderungen sie sich stellen müssen. Dabei gibt es Licht und Schatten. So wurde im Zuge der Novelle der Verordnung über Europäische Risikokapitalfonds (EuVECA-VO) in vielen Aspekten erfreuliche Klarheit geschaffen und es wurden viele Punkte, die zuvor von der PE- und VC-Industrie als hinderlich angemahnt wurden, berücksichtigt. Andererseits sind durch die nunmehr anwendbare sog. PRIIP-Verordnung zusätzliche Informationspflichten gegenüber Kleinanlegern und semiprofessionellen Anlegern geschaffen worden, deren Umsetzung Kopfzerbrechen bereiten kann. Nicht zuletzt hat auch das nunmehr in Kraft getretene MiFID II-Regelwerk Auswirkungen auf Fondsmanager, wenn auch meist nur mittelbar. Der folgende Beitrag stellt einen Abriss der wichtigsten regulatorischen Änderungen für Fondsmanager dar und zeigt auf, wo sich neue Chancen oder Handlungsbedarf ergeben.

EuVECA-VO

Mit der EuVECA-VO wurde im Jahr 2013 ein Regulierungsrahmen geschaffen, der auf europäischer Ebene einheitliche Standards für die erleichterte Registrierung von Managern europäischer Risikokapitalfonds setzen sollte. Insbesondere der damit verbundene europäische Vertriebspass und die dadurch geschaffene Möglichkeit, EuVECA-Fonds (zumindest nach Vorstellung des Ordnungsgebers) ohne weitere Hürden in sämtlichen EU-Staaten zu vertreiben, stellten sich schnell als attraktiv heraus.

Dennoch darf bezweifelt werden, ob in den Anfangsjahren das Ziel der EuVECA-VO tatsächlich erreicht wurde. Grund hierfür war die uneinheitliche Auslegung der Verordnung und die damit verbundenen rechtlichen Hürden einer Registrierung als EuVECA-Manager. Beispielhaft sind die Schwierigkeiten bei der Definition der nötigen Eigenmittel des Managers. Die BaFin forderte zuletzt das Vorhandensein von Eigenmitteln in Höhe von 25 % der Gemeinkosten des Vorjahres. Zudem führte das Fehlen einer gesetzlichen Frist zur Bearbeitung des Registrierungsantrags zu mitunter mehrmonatigen Bearbeitungszeiten bei der BaFin.

Mit Wirkung zum 1. März 2018 tritt nunmehr die geänderte EuVECA-VO in Kraft und greift dabei eine Vielzahl der von der Private Equity- und Venture Capital-Industrie vorgebrachten Kritikpunkte auf. Zu den erfreulichen Neuerungen gehören insbesondere die Folgenden:

- **Eigenmittel:** Für die erforderlichen Eigenmittel sieht die VO nun endlich eine Definition vor. EuVECA-Manager müssen nunmehr ein Mindestkapital von EUR 50.000 und in jedem Fall 1/8 der Gemeinkosten des Vorjahres vorhalten (zu berechnen ggf. auf Basis von Prognosen). Betragen die „Assets under Management“ der verwalteten Fonds mehr als EUR 250 Mio., erhöhen sich die Eigenmittel um 0,02 % des über diese Schwelle gehenden Betrags. Dabei darf die BaFin dem Manager gestatten, von diesen zusätzlichen Eigenmitteln bis zu 50 % über eine Garantie beizubringen. Die Regelung stellt einen gelungenen Kompromiss dar zwischen den Liquiditätserfordernissen eines EuVECA-Managers und dem Bestreben, das finanzielle Überleben eines EuVECA-Managers zu sichern und somit die Investoren eines EuVECA-Fonds zu schützen. Zudem verschafft die Klarstellung Rechtssicherheit und verhindert hierdurch langwierige, das Registrierungsverfahren weiter verzögernde Diskussionen mit den Aufsichtsbehörden. Wir gehen davon aus, dass sich bereits registrierte EuVECA-Manager gegenüber der BaFin ebenfalls auf die reduzierten Eigenmittelanforderungen berufen können.
- **Bearbeitungsfrist:** Eingeführt wurde nunmehr auch eine verbindliche Bearbeitungsfrist für EuVECA-Registrierungsanträge von zwei Monaten nach Einreichung des vollständigen Registrierungsantrags. Ob die zwei Monate stets eingehalten werden können, wird sich aber erst noch zeigen. Denn ab wann ein Registrierungsantrag „vollständig“ ist, liegt im Ermessen der jeweiligen Aufsichtsbehörde, in Deutschland also der BaFin.
- **Definition der qualifizierten Portfoliounternehmen:** Ein EuVECA-Fonds hat gewisse Anlagegrenzen zu beachten. Hierzu gehört, dass mindestens 70 % des Kapitals in sog. qualifizierte Portfoliounternehmen zu investieren sind. Hierzu gehören klassischerweise kleine und mittlere Unternehmen, wobei die EuVECA-VO bislang nur Unternehmen mit bis zu 250 Mitarbeitern und unterhalb

gewisser Bilanzschwellenwerte als qualifizierte Portfoliounternehmen angesehen hat. Ab 1. März 2018 werden die Bilanzschwellenwerte gänzlich aufgehoben und qualifizierte Portfoliounternehmen als Unternehmen mit bis zu 499 Mitarbeitern definiert. Durch diese Ausweitung wird die EuVECA-VO nicht nur für Venture Capital-Fonds, sondern insbesondere auch für Small- und Mid-Cap Private Equity-Fonds interessant.

Die Änderung der EuVECA-VO hat somit großes Potential, diesem Regulierungsrahmen endlich zu seinem Durchbruch zu verhelfen. Bei stringenter Umsetzung der geänderten Regelungen können nunmehr mitunter auch Private Equity-Fonds von einem erleichterten Registrierungsverfahren und einem europäischen Vertriebspass profitieren.

PRIIP-Verordnung

Seit Anfang Januar 2018 gilt die Verordnung der EU über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsanlageprodukte (sog. PRIIP-Verordnung). Die Verordnung verlangt im Grundsatz das Erstellen eines Basisinformationsblattes über Anlageprodukte, sofern das Anlageprodukt Kleinanlegern angeboten wird. Mit Kleinanlegern meint die PRIIP-Verordnung neben Privatanlegern auch semiprofessionelle Anleger iSd KAGB.

Die PRIIP-Verordnung beruht auf dem Gedanken des Anlegerschutzes. Kleinanlegern soll es ermöglicht werden, durch vereinheitlichte Informationen verschiedene Anlageprodukte zu vergleichen.

Erfasst von der PRIIP-Verordnung sind sog. PRIIPs („packaged retail and insurance-based investment products“). Ein PRIIP ist jedes Anlageprodukt für Kleinanleger, bei dem der rückzuzahlende Betrag entweder Schwankungen aufgrund Abhängigkeit von Referenzwerten ausgesetzt ist oder von der Entwicklung eines oder mehrerer Vermögenswerte abhängt, die der Kleinanleger nur indirekt erwirbt. Damit ist jeder Investmentfonds für Kleinanleger ein PRIIP.

Zum Erstellen des Basisinformationsblattes ist der PRIIP-Hersteller verpflichtet. Hierbei handelt es sich um denjenigen Rechtsträger, der den Fonds auflegt, also meist um den Fondsmanager. Daneben soll auch derjenige Rechtsträ-

ger ein PRIIP-Hersteller sein, der Änderungen an einem bestehenden Anlageprodukt vornimmt.

Den Inhalt des Basisinformationsblattes geben die PRIIP-Verordnung sowie eine dazu erlassene Delegierte Verordnung der EU (sog. „PRIIP-RTS“) bis ins Detail vor. Das Basisinformationsblatt darf maximal drei DIN-A4-Seiten umfassen und muss im Grundsatz dem Muster in den PRIIP-RTS entsprechen. Die PRIIP-RTS sehen für den Inhalt des Basisinformationsblattes Textbausteine vor. Diese sind jeweils abhängig von der Art des Anlageproduktes. Zumindest bei geschlossenen Private Equity-Fonds sind diese Vorgaben und Textbausteine zwar schwer durchdringlich, aber im Ergebnis handhabbar.

Zu den Pflichtangaben im Basisinformationsblatt gehören vier Performance-Szenarien sowie die Angabe der Gesamtkosten des Produkts und deren Auswirkungen auf die Rendite. Mancher Fondsmanager wird sich dadurch ungut erinnert fühlen an die früher unter dem alten Vermögensanlagengesetz geforderten Prognoserechnungen und Sensitivitätsanalysen. Sowohl für die Performance-Szenarien als auch für die Gesamtkosten sehen die PRIIP-RTS zwingende Mustertabellen und Vorgaben vor. Die zugrundeliegenden Zahlen sind auf Basis einer fiktiven Anlagesumme von Euro 10.000 zu berechnen. Dabei dürfen die Kosten und Renditen bei Blindpools geschätzt werden. Bei geschlossenen Private Equity-Fonds liegt der Kern der Arbeit im Erstellen der vier Performance-Szenarien sowie dem Berechnen der nötigen Gesamtkostenangaben des Produkts.

Im Rahmen des Vertriebs muss das Basisinformationsblatt dem Kleinanleger rechtzeitig zur Verfügung gestellt werden, bevor dieser das Produkt zeichnet. Der PRIIP-Hersteller muss das Basisinformationsblatt zudem auf seiner Webseite veröffentlichen.

Bis Ende 2019 gilt eine Übergangsregelung für OGAW-Fonds sowie für diejenigen Fondsmanager, die bereits verpflichtet sind, wesentliche Anlegerinformationen zu erstellen. Diese müssen gegenwärtig kein Basisinformationsblatt erstellen. Ein Basisinformationsblatt ist im Grundsatz ebenfalls entbehrlich für diejenigen Fonds, die nach Ende 2017 nicht mehr im Vertrieb an Kleinleger sind. Damit trifft die PRIIP-Verordnung insbesondere diejenigen kleinen deutschen Manager, die bislang nur unter dem KAGB bei der BaFin registriert sind.

Ebenfalls betroffen sind EU-Manager, die in Deutschland über den Passport der AIFM-Richtlinie an semiprofessionelle Anleger vertreiben.

MiFID II

Große Wellen geschlagen hat die Umsetzung der MiFID II-Richtlinie (Markets in Financial Instruments Directive II) in nationales Recht nicht nur in Deutschland, sondern auf gesamteuropäischer Ebene. Mit MiFID II wurde eine verstärkte Regulierung insbesondere von Wertpapierdienstleistern in Angriff genommen, wobei die Gesetzesmaterialien zu MiFID II über 20.000 Seiten umfassen. Vor diesem Hintergrund ist es kein Wunder, dass sich sämtliche Wertpapierdienstleister einer Mammutaufgabe bei der Umsetzung von MiFID II zum 3. Januar 2018 ausgesetzt sahen. Deutschland hat die MiFID II über das Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) und die dazugehörigen Rechtsverordnungen umgesetzt.

Für Fondsmanager ist in diesem Zusammenhang zunächst beruhigend: Das Fondsmanagement und der Vertrieb der (eigenen) Fondsanteile durch den Fondsmanager fallen nicht in den Anwendungsbereich von MiFID II. Dennoch sollten auch Fondsmanager ein grundlegendes Verständnis von MiFID II haben.

Bedient sich nämlich ein Fondsmanager für den Vertrieb der Anteile seines Fonds einer separaten Vertriebseinheit („Placement Agent“), wird regelmäßig auch der Fondsmanager gewissen Informationspflichten zumindest gegenüber dem Placement Agent nachkommen müssen, soweit dieser (wie meist) als Wertpapierdienstleister eine sog. MiFID-Lizenz besitzt. Ist ein Placement Agent im Anwendungsbereich von MiFID II, muss dieser ein internes Freigabeverfahren für den Fonds vornehmen (Product Governance). Hierdurch soll erreicht werden, dass ein Anlageprodukt bzw. ein Fonds vom Placement Agent auch tatsächlich nur demjenigen Kundenkreis angeboten wird, für den der Fonds bestimmt ist. Erforderlich ist hierfür die Definition eines sog. Zielmarktes, die durch den Fondsmanager erfolgen und sodann vom Placement Agent berücksichtigt werden muss. Bei der Bestimmung eines Zielmarktes sind u.a. unterschiedliche Kundengattungen, Anlageziele und einschlägige Risiken zu berücksichtigen. Anhand dieser Zielmarktdefinition kann der Placement Agent sodann eine Vertriebsstrategie entwickeln

und den Vertrieb an dem geeigneten Zielmarkt beginnen, ist jedoch nicht zwingend an die Zielmarktdefinition des Fondsmanagers gebunden. Vielmehr muss der Placement Agent auf Grundlage der ihm zur Verfügung gestellten Informationen eine eigene Klassifizierung vornehmen. Es ist davon auszugehen, dass Placement Agents den Aufwand hierfür im Wesentlichen auf den Fondsmanager übertragen werden.

Daneben trifft einen MiFID-lizenzierten Placement Agent auch die Pflicht, Anleger über sämtliche anfallenden Kosten zu informieren. Neben einer genauen Auflistung von Provisions- und Transaktionskosten im Zusammenhang mit der Vermittlung des Fondsanteils durch den Placement Agent muss dieser auch die Kosten des Fonds selbst auflisten. Außerdem sind dem Anleger die Auswirkungen der Kosten auf die Rendite der Anlage zu veranschaulichen. Diese Informationspflicht gilt nicht nur gegenüber Privatkunden, sondern im Grundsatz auch bei Vermittlung eines Fonds an professionelle Kunden. Dabei ist der Placement Agent wieder maßgeblich auf die Informationen und damit die Zuarbeit des Fonds angewiesen. Sofern keine Daten zu in der Vergangenheit angefallenen Kosten verfügbar sind, können die erwarteten Kosten geschätzt werden. Dies ist bei Blind Pool-Fonds der einzig gangbare Weg, kann aber mit realitätsfernen und für den Fonds potentiell nachteilig hohen Angaben einhergehen. Allerdings erlaubt es die europäische Aufsichtsbehörde ESMA, hinsichtlich der Daten zu den Kosten des Fonds auf die entsprechenden Angaben im PRIIP-Basisinformationsblatt zurückzugreifen. Vertreibt der Fonds nur an professionelle Anleger (und ist damit außerhalb der PRIIP-Verordnung), sollen nach ESMA die Kosten des Fonds dennoch anhand der Vorgaben der PRIIP-Verordnung berechnet werden. Es ist davon auszugehen, dass die Fondsmanager den Aufwand hierfür letztlich tragen werden.

Gegenwärtig nicht erfasst von der MiFID II-Regulierung sind die unter § 34f GewO lizenzierten Finanzanlagenvermittler. Allerdings wird erwartet, dass die Bundesregierung im Laufe des Jahres eine an MiFID II angelehnte Regulierung verabschiedet wird.

Fazit

Die aufsichtsrechtliche Regulierung der Fondsbranche hat in den letzten Jahren einen Taktschlag und einen Umfang erreicht, die selbst den sehr aktiven Steuergesetzgeber in den Schatten stellt. Nationale Regelungen auf mehreren Normebenen werden ergänzt durch zahlreiche Vorgaben, Verlautbarungen und Stellungnahmen auf europäischer Ebene. Die damit verbundenen Ziele eines erhöhten Anlegerschutzes und einer verbesserten Marktintegrität stehen außer Frage. Allerdings stehen dem gegenüber erhöhte Kosten sowohl auf Seiten der Fondsmanager als auch auf Seiten der Aufsicht. Das Regelungstempo geht dennoch weiter mit der angedachten Anbindung der EuVECA-Manager an die Aufsicht der ESMA anstatt der nationalen Aufsicht sowie mit den geplanten Angleichungen der Finanzanlagenvermittler an die MiFID II. Es kann jedem Fondsmanager nur empfohlen werden, zumindest einen guten aufsichtsrechtlichen Newsletter abonniert zu haben, um weiterhin auf dem Laufenden zu bleiben.

Kontakt



*Dr. Sebastian Käpplinger,
LL. M. (Penn State-Dickinson)
Rechtsanwalt,
Attorney-at-Law (New York)
Counsel*

*P+P Pöllath + Partners
Rechtsanwälte und Steuerberater mbB
An der Welle 3
60322 Frankfurt am Main*

*T: +49 (69) 24704736
sebastian.kaepplinger@pplaw.com
<http://www.pplaw.com>*



*Dr. Christian Hillebrand,
M.Litt. (St. Andrews)
Rechtsanwalt
Senior Associate*

*P+P Pöllath + Partners
Rechtsanwälte und Steuerberater mbB
Potsdamer Platz 5
D-10785 Berlin*

*Telefon: +49 (30) 25353-110
christian.hillebrand@pplaw.com
<http://www.pplaw.com>*