

12/04/2024

NEUERUNGEN BEIM INVESTORENSCHUTZ: NAV-Berechnungsfehler, Verstöße gegen Anlagerichtlinien und sonstige Fehler

Vor nunmehr über zwei Jahrzehnten, am 27. November 2002, veröffentlichte die luxemburgische Aufsichtsbehörde des Finanzsektors (Commission de Surveillance du Secteur Financier, „CSSF“) das CSSF-Rundschreiben 02/77 betreffend den Investorenschutz im Falle eines Fehlers bei der Berechnung des Nettoinventarwertes („NAV“) und der Entschädigung für die Folgen der Nichteinhaltung der für Organismen für gemeinsame Anlagen („OGA“) geltenden Anlagerichtlinien („RS 02/77“).

I. Aktueller (auslaufender) Stand

Vor nunmehr über zwei Jahrzehnten, am 27. November 2002, veröffentlichte die luxemburgische Aufsichtsbehörde des Finanzsektors (Commission de Surveillance du Secteur Financier, „CSSF“) das CSSF-Rundschreiben 02/77 betreffend den Investorenschutz im Falle eines Fehlers bei der Berechnung des Nettoinventarwertes („NAV“) und der Entschädigung für die Folgen der Nichteinhaltung der für Organismen für gemeinsame Anlagen („OGA“) geltenden Anlagerichtlinien („RS 02/77“). Mit dem RS 02/77 verfolgte die CSSF das Ziel Mindest-Verhaltensrichtlinien für Verwalter von OGA (inkl. selbst- bzw. intern verwalteter alternativer Investmentfonds) festzulegen, die diese im Falle von Fehlern im Rahmen der Leitung oder Verwaltung von OGA zwingend und aufs strengste zu befolgen haben. Die CSSF stellte hierbei bereits 2002 klar, dass die Einhaltung des RS 02/77 nicht nur dem Schutz der OGA und/oder geschädigter Investoren dient, sondern auch dem Vertrauen der Investoren in die Integrität der Vermögensverwalter und Aufsicht der OGA.

> 1. NAV-Berechnungsfehler und Erheblichkeit

Da der NAV eines OGA von einer Vielzahl an Faktoren abhängt – insbesondere des konkreten OGA-Typs, der Volatilität der Märkte, auf denen ein bedeutender Teil der Vermögenswerte des OGA angelegt ist, des tatsächlichen Marktwertes der Vermögenswerte des jeweiligen OGA etc. – ist die NAV-Berechnung keine exakte Wissenschaft. Daher ist es allgemein anerkannt und auch nach Abwägung der berechtigten Interessen der Investoren mit den Kosten einer NAV-Neuberechnung verhältnismäßig, dass nur solche Berechnungsfehler, (i) die sich erheblich auf die NAV auswirken und (ii) eine Toleranzschwelle erreichen oder überschreiten, wobei mehrere Berechnungsfehler zu kumulieren sind (sog. Wesentlichkeitskonzept, „Erheblicher Berechnungsfehler“), der CSSF gemeldet und korrigiert werden müssen. Mit dem RS 02/77 wurden dementsprechend unterschiedliche Toleranzschwellen eingeführt, deren Erreichen oder Überschreiten die angesprochene Meldung an die CSSF und entsprechende Korrekturmaßnahmen auslösen. Diese Toleranzschwellen sind jedoch nicht zwingend und stellen lediglich eine maximale Toleranz dar. Es können sowohl geringere Toleranzschwellen bestimmt werden oder auch ganz auf Toleranzen verzichtet werden. Nach dem RS 02/77 gelten die folgenden Toleranzschwellen:

- > Geldmarkt OGAs / Finanzmittelfonds: 0,25% des NAV
- > Anleihen OGAs (Rentenfonds): 0,50% des NAV
- > Aktien und andere Finanzanlagen OGAs 1,00% des NAV
- > Gemischte OGAs 0,50% des NAV.

Die Mindest-Verhaltensrichtlinien die im Falle eines Erheblichen Berechnungsfehlers einzuhalten sind betreffen hauptsächlich Informationspflichten gegenüber dem OGA-Anbieter (Promoter), der Verwahrstelle und der CSSF, inkl. Übermittlung eines Korrekturplans an CSSF und OGA-Anbieter, die Bestimmung der finanziellen Auswirkungen der Berechnungsfehler, der an den OGA und/oder die Investoren zu leistende Schadensersatz, die Einbindung des Wirtschaftsprüfers in den Korrekturprozess und die Mitteilung an die zu entschädigenden Investoren und sind schnellstmöglich umzusetzen. Im Falle eines NAV-Berechnungsfehlers, der zu einem Schadensersatz von nicht mehr als EUR 25.000 führt und bei welchem der an einen einzelnen Investor zu zahlende Schadensersatz nicht mehr als EUR 2.500 beträgt gelten Sonderbestimmungen. Beispielsweise muss der CSSF kein Korrekturplan übermittelt werden, stattdessen genügt eine Mitteilung an die CSSF sowie das Ergreifen von Maßnahmen im Hinblick auf

Berichtigung des NAV und das Vorbereiten von Entschädigungen durch aufgrund des NAV-Fehlers möglicherweise verursachten Schäden.

> 2. Verstöße gegen Anlagerichtlinien

Grundsätzlich sind hier die Fälle angesprochen, in denen (i) nicht in Einklang mit den Bestimmungen des Prospektes stehenden Investitionen erfolgen, (ii) Anlagelimits / Schwellwerte überschritten werden und (iii) die im Prospekt vorgesehene Kreditaufnahmeverbündungen überschritten werden, die allesamt zu einem Schadensersatzanspruch des OGA führen. Obige Toleranzschwellen bei NAV-Berechnungsfehlern können in diesen Fällen naturgemäß nicht angewendet werden. Die oben wiedergegebenen Mindest-Verhaltensrichtlinien die im Falle von NAV-Berechnungsfehlern einzuhalten sind finden auch in den Fällen von Verstößen gegen die Anlagerichtlinien eines OGA Anwendung.

> 3. FAQs

Dem RS 02/77 wurde durch die CSSF am 7. Juli 2020 ein äußerst hilfreiches „CSSF Häufig gestellte Fragen in Bezug auf RS 02/77“ („FAQ“) beiseitegestellt, in dem das RS 02/77 in Teilaspekten konkretisiert wurde und insbesondere den Verwaltern von OGA eine große Hilfe war. Unter anderem wurde hierin klargestellt, dass das RS 02/77 für Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapiere („OGAW“) sowie OGA nach Teil II („OGA T2“), die beide dem Gesetz vom 17. Dezember 2010 über Organismen für gemeinsam Anlagen, wie abgeändert („Gesetz von 2010“), unterliegen sowie spezialisierte Investmentfonds („SIF“), die dem Gesetz vom 13. Februar 2007 über spezialisierte Investmentfonds, wie abgeändert („Gesetz von 2007“), unterliegen, gilt. Hervorzuheben ist die Klarstellung, dass SIF sich entweder für die Anwendung des RS 02/77 entscheiden oder andere spezifische interne Regeln festlegen können, die im Zusammenhang mit den vorgenannten Fehlern gelten. Daher gilt RS 02/77 für SIF nur, wenn diese keine spezifischen Regeln festlegen. Auch wird in den FAQ die Unterscheidung zwischen den aktiven und passiven Verstößen thematisiert und einige diesbezügliche Fragen beantwortet. Beispielsweise wird klargestellt, dass bei passiven Verstößen gegen die Anlagerichtlinien der CSSF keine Mitteilung gemacht noch ein Korrekturplan übermittelt werden muss.

II. CSSF-Rundschreiben 24/856

Nunmehr also, am 29. März 2024, hat die CSSF das CSSF-Rundschreiben 24/856 zum Schutz von Investoren im Falle eines Fehlers bei der Berechnung der NAV, der Nichteinhaltung der Anlagerichtlinien und anderer Fehler auf der Ebene eines OGA („RS 24/856“) veröffentlicht.

RS 24/856 tritt am 1. Januar 2025 in Kraft und löst dann, nach annähernd einem Vierteljahrhundert, RS 02/77 ab. Bis dahin gilt es weiterhin die Verhaltensrichtlinien des RS 02/77 zu beachten.

Die Veröffentlichung von RS 24/856 ist zu begrüßen, da sich seit der Veröffentlichung des RS 02/77 im Jahre 2002 auch unter dem europäischen Einfluss die luxemburgische Welt der Fonds gewandelt hat. So wurden in dieser Zeit unter anderem die Richtlinie 2009/65/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juli 2009 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren und die Richtlinie 2011/61/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds erlassen und mehrfach aktualisiert. Darüber hinaus wurde in dieser langen Zeitspanne eine Vielzahl an neuen Produkten bzw. spezifische Genehmigungen/Gütesiegel eingeführt:

- > Der bereits angesprochene SIF, der dem Gesetz von 2007 unterliegt,
- > Die Investmentgesellschaft in Risikokapital (Société d'investissement en capital à risque, „SICAR“), die dem Gesetz vom 15. Juni 2004 über die Investmentgesellschaft in Risikokapital, wie abgeändert, unterliegt,
- > Der Europäische Risikokapitalfonds (European Venture Capital Fund, „EuVECA“), der der Verordnung (EU) Nr. 345/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. April 2013 über Europäische Risikokapitalfonds unterliegt,
- > Der Europäische langfristige Investmentfonds (European long-term investment fund, „ELTIF“), der der Verordnung (EU) 2015/760 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 29. April 2015 über europäische langfristige Investmentfonds unterliegt,
- > Der Europäische Fonds für soziales Unternehmertum (European Social Entrepreneurship Fund, „EuSEF“), der der Verordnung (EU) Nr. 346/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 17. April 2013 über Europäische Fonds für soziales Unternehmertum unterliegt, und

> Der Geldmarktfonds (Money Market Funds, „MMF“), der der Verordnung (EU) 2017/1131 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Juni 2017 über Geldmarktfonds („MMFV“) unterliegt.

Darüber hinaus haben sich in diesem Zeitraum die Aufsicht der OGA durch die CSSF sowie die Fondsindustrie weiterentwickelt, so dass es an der Zeit war, unter Berücksichtigung weiterer Fehler, die sich auf Ebene eines OGA ereignen können, zusätzliche Präzisierungen der Verhaltensrichtlinien zu veröffentlichen. Im Kern wird das RS 02/77 fortgeschrieben und an die teilweise neuen Gegebenheiten angepasst und auch die Klarstellung aus 2002, dass die Einhaltung des RS 24/856 von besonderer Bedeutung ist, wurde nur minimal angepasst und auf die Stärkung bzw. Sicherung des Vertrauens der Investoren in den Finanzplatz Luxemburg ausgeweitet.

> 1. Anwendungsbereich

Die Anwendung des RS 02/77 auf SIF, mit der Möglichkeit spezifische interne Regeln festlegen, erfolgte auf Grundlage der FAQ. Nunmehr wird durch RS 24/856 der SIF formal in den Anwendungsbereich der Regelungen zu NAV-Berechnungsfehler und Verstößen gegen Anlagerichtlinien aufgenommen. Darüber hinaus wird auch klargestellt, dass neben den bisher durch RS 02/77 angesprochenen OGAW, OGA T2 und SIFs auch SICAR in den Anwendungsbereich des RS 24/856 fallen. Anzumerken ist, und dies sollte nicht außer Acht gelassen werden, dass das RS 24/856 teilweise auch für auf unregulierte alternative Investmentfonds („AIF“) inkl. der alternativen reservierten alternativen Investmentfonds unter dem Gesetz vom 23. Juli 2016 über reservierte alternative Investmentfonds, wie abgeändert („RAIF“, „Gesetz von 2016“), Anwendung findet, wenn diese eine der oben aufgelisteten spezifischen Genehmigungen/Gütesiegel (EuVECA, ELTIF, EuSEF und MMF) beantragt und erhalten haben sowie die CSSF, die zuständige Aufsichtsbehörde für diese AIFs ist.

> 2. Adressaten

Das RS 24/856 ist adressiert an

- > die der Aufsicht der CSSF unterstehenden OGA,
- > an die (externen/internen) Verwalter von Investmentfonds (luxemburgische und die eines EU-Mitgliedstaates, sowohl von OGAW als auch AIF und ggfs. die Geschäftsführung des OGA (d.h. die Geschäftsführung der als OGA qualifizierenden Gesellschaft, die selbstverwaltet wird und mithin auch Verwalter i.S.d. RS 24/856 ist) sowie
- > an all diejenigen Personen, die an dem Betrieb und der Aufsicht dieser OGA beteiligt sind,

und legt für die Zeit ab dem 1. Januar 2025 neue Mindest-Verhaltensrichtlinien fest.

Primär richtet sich das RS 24/856 an die Verwalter (die ggfs. unter der Aufsicht der Geschäftsführung handeln) da es ja vornehmlich diese sind, die die Korrekturmaßnahmen einleiten und Meldungen vornehmen müssen. Allerdings werden auch andere Akteure wie beispielsweise

- > die Verwahrstelle,
 - > der Wirtschaftsprüfer, und
 - > die OGA Administratoren (d.h. diejenigen, die unter das CSSF Rundschreiben 22/811 fallen)
- explizit angesprochen und in die Pflicht genommen.

> 3. Grundsätze

Es darf vorliegend nicht angenommen werden, dass das Bestehen der Rundschreiben RS 02/77 und RS 856 es rechtfertigt Fehler auf Ebene eines OGA als Normalität anzusehen. Vielmehr sollen Fehler auf Ebene der OGA grundsätzlich durch eine entsprechende durch die Verwalter eingerichtete und überwachte Organisation verhindert werden und Fehler stellen demnach die Ausnahme dar.

Weiterhin gilt, dass es sich bei den Verhaltensrichtlinien um Mindest-Verhaltensrichtlinien handelt und diese zwingend und aufs strengste zu befolgen sind.

Darüber hinaus verschriftlicht die CSSF nunmehr eine als Selbstverständlichkeit, die leider nicht von jedem als eine solche angesehen wird: Grundsätzlich ist derjenige, der für einen Schaden kausal verantwortlich ist, auch für dessen Behebung verantwortlich.

Des Weiteren wird erwartet – ohne dass dies eine überraschende Erwartungshaltung einer Aufsichtsbehörde wäre –, dass die auf den jeweiligen OGA anwendbaren Anlagerichtlinien und NAV-Berechnungsmethoden auf kontinuierlicher Basis eingehalten werden und es in dieser Hinsicht angemessene Grundsätze und Verfahren gibt.

> 4. NAV-Berechnungsfehler (i.S.v. Kapitel 4 des RS 24/856)

Nach wie vor bedarf es eines Erheblichen Berechnungsfehlers, um die Meldung an die CSSF und die Korrekturmaßnahmen auszulösen. Sofern ein NAV-Berechnungsfehler nicht auch ein Erheblicher Berechnungsfehler ist, ist es ausreichend die

Fehlerquelle zu korrigieren und die erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen, um die Wiederholung eines solchen Fehlers zu verhindern.

Der Anwendungsbereich des RS 24/856 ist bei geschlossenen OGA jedoch eingeschränkt und die Verhaltensrichtlinien des Kapitels 4 des RS 24/856 sind auf diese grundsätzlich nicht anwendbar, so dass die geschlossenen OGA im Falle eines NAV-Berechnungsfehler auch keine Meldung an die CSSF machen müssen. Diese sind jedoch nicht davon entbunden die kontinuierliche NAV-Berechnung im Einklang mit den auf sie anwendbaren Bestimmungen einzuhalten, über entsprechende Grundsätze und Verfahren zu Verfügen und im Falle eines Erheblichen Berechnungsfehlers Korrekturmaßnahmen einzuleiten. Die ab 2025 geltenden Toleranzschwellen sind unter Berücksichtigung des Investorenprofils und des OGA-Typs die Folgenden:

- > a. Für MMF nach der MMFV
 - > Geldmarkt OGAs: 0,20% des NAV
- > b. Für (i) OGAW mit Ausnahme von MMF, (ii) OGA T2 mit Ausnahme von MMF, (iii) sowie ELTIFs, die an Kleinanleger vertrieben werden (In Einzelfällen höhere Toleranzschwellen möglich):
 - > Anleihen OGAs (Rentenfonds): 0,50% des NAV
 - > Gemischte OGAs 0,50% des NAV
 - > Aktien und andere Finanzanlagen OGAs 1,00% des NAV
 - > OGAs die in andere Vermögenswerte investieren 1,00% des NAV.
- > c. Für OGA T2 und ELTIFs, die an qualifizierte Investoren (d.h. investisseurs avertis / well-informed investor i.S.d. der Gesetze von 2004 und 2007) oder professionelle Investoren (i.S.d. MiFID II) vertrieben werden sowie SIF, SICAR, EuVECA und EuSEF (mit Ausnahme von MMF) gilt unter anderem:
 - > Festlegung der Toleranzschwelle durch Geschäftsführung des OGA, ggfs zusammen mit dem Verwalter,
 - > Festlegung nach einer spezifischen und dokumentierten Analyse,
 - > Die unter b. wiedergegebenen Toleranzschwellen müssen hierbei als Anhaltspunkt in Betracht gezogen werden,
 - > Toleranzschwelle darf weder über 5% des NAV liegen noch ist es gestattet standartmäßig eine Toleranzschwelle von 5% des NAV festzulegen.

Es dürfen nach wie vor geringere Toleranzschwellen festgelegt werden, die kontinuierlich und auf kohärenter Basis angewendet werden müssen. Sofern es sich um einen Umbrella-OGA handelt werden naturgemäß für jeden Teilfonds / Kompartiment gesonderte Toleranzschwellen festgelegt.

RS 24/856 detailliert sodann die durch die Aufdeckung eines Erheblichen Berechnungsfehlers erforderlichen unverzüglichen Informationspflichten sowie ganz allgemein die erforderlichen Korrekturmaßnahmen, so dass hierdurch auch die Rechtssicherheit erhöht wird.

> **5. Verstöße gegen Anlagerichtlinien (i.S.v. Kapitel 5 des RS 24/856)**

Wie bereits unter RS 02/77 können obige Toleranzschwellen bei NAV-Berechnungsfehlern in den Fällen von Verstößen gegen Anlagerichtlinien nicht angewendet werden. Es wird nunmehr detaillierter auf die Unterscheidung zwischen aktiven und passiven Verstößen gegen die Anlagerichtlinien eingegangen und auf Ebene eines Rundschreibens klargestellt, dass bei passiven Verstößen eine Korrektur unter Berücksichtigung der Interessen der Investoren innerhalb eines angemessenen Zeitrahmens erfolgen soll (in Sonderkonstellationen eine solche Position im Portfolio gehalten werden kann) wohingegen bei aktiven Verstößen die Korrekturmaßnahmen ohne schulhaftes Zögern beschlossen werden müssen, die Umsetzung selbiger jedoch angesichts des konkreten OGA eine gewissen Zeit in Anspruch nehmen kann und dieses mithin auch gestattet ist. Bei liquiden OGA indes muss ein aktiver Verstoß unverzüglich korrigiert werden.

Passive Verstöße – da diese nicht in den Anwendungsbereich der Korrekturmaßnahmen fallen – müssen nicht der CSSF angezeigt werden.

> **6. Weitere Fehler (i.S.v. Kapitel 6 des RS 24/856)**

Das RS 24/856 hält fest, dass sich auf Ebene eines OGA neben den NAV-Berechnungsfehlern und den Verstößen gegen die Anlagerichtlinien auch andere Fehler ereignen können, die den OGA und/oder die Investoren schädigen, und gibt Verhaltensrichtlinien für 4 Fehlerarten vor. Ab 2025 gelten daher für die folgenden weiteren Fehler konkrete Verhaltensrichtlinien:

- > Falsche Anwendung des Swing Pricing,
- > Nicht ordnungsgemäße Zahlung von Kosten/Gebühren auf OGA-Ebene,
- > Nicht korrekte Anwendung der Cut-off-Regeln, und
- > Fehlallokationen auf Investitionsebene.

Darüber hinaus bestimmt das RS 24/856, dass bei anderen Fehlern, auch wenn das RS 24/856 hierfür keine Verhaltensrichtlinien vorgibt, der OGA eine Bewertung vornehmen muss, um festzustellen, ob Korrekturmaßnahmen und eine Entschädigung des OGA und/oder der Anleger erforderlich ist.

> 7. Diverses

Darüber hinaus enthält das RS 24/856 jeweils gesonderte Kapitel zu (i) allgemeinen Richtlinien in Bezug auf die Korrektur von Fehlern/Verstößen (u.a. Zahlungen, Entschädigungen etc.) sowie (ii) zu den Fällen und der Art und Weise der Einbindung/Tätigwerdens des Wirtschaftsprüfers, so dass die Lektüre des RS 24/856 angeraten ist. Allgemein kann angemerkt werden, dass das RS 24/856 zu den gelungenen Rundschreiben zählt und die erläuterten Tabellen sehr hilfreich sind.

Schlussendlich noch der Hinweis darauf, dass

- > Jeder Fehler/Verstoß im Sinne der in Kapitel 1 des RS 24/856 gegebenen Definition der CSSF mittels des speziell zu diesem Zweck vorgesehenen und auf der Internetseite der CSSF (sodann in angepasster Form) zur Verfügung gestellten Meldeformulars gemeldet werden muss,
- > Die auf Ebene des OGA und ggfs. des Verwalters bestehenden organisatorischen Vorkehrungen die Modalitäten für die an die CSSF zu richtenden Meldungen von Fehlern/Verstößen vorsehen müssen,
- > Die von der CSSF im Rahmen des Meldeformulars zur Verfügung gestellten und auf der Internetseite der CSSF veröffentlichten Erläuterungen beachtet werden müssen.

KLEYR GRASSO steht Ihnen für jedwede Beratung zur Verfügung.

EXPERTISE

GERMAN DESK
INVESTMENT FUNDS

KEY CONTACT

Mevlüde-Aysun TOKBAG Partner

Fabian FRANKUS Senior Associate

Garry REULAND Senior Associate

