

Diskussionsentwurf für ein Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts

Auswirkungen auf Fonds des Grauen Kapitalmarkts, offene Immobilienfonds, die Zulässigkeit von Leerverkäufen und die wertpapierhandelsrechtlichen Meldepflichten zur Beteiligungstransparenz

Draft Act on Strengthening Investor Protection and Improving the Functionality of the Capital Market

Implications for Gray Market funds, open-end real estate funds, the admissibility of short sales and the notification obligations for participation transparency under the German Securities Trading Act

Das Bundesministerium der Finanzen hat am 3. Mai 2010 einen Diskussionsentwurf für ein Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts („Entwurf“) vorgelegt.

Der Entwurf im Überblick

Der Entwurf sieht im Einzelnen die folgenden zentralen Regelungsbereiche vor:

1. Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts, insbesondere durch die Erweiterung des Finanzinstrumentebegriffs im Kreditwesengesetz und Wertpapierhandelsgesetz auf Anteile an prospektpflichtigen Vermögensanlagen.
2. Die Verbesserung des Anlegerschutzes vor Falschberatung durch Qualifikationsvorgaben und Registrierungspflichten in Bezug auf Anlageberater, Vertriebs- und Compliance-Beauftragte sowie erweiterte Aufsichts- und Sanktionskompetenzen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).
3. Die Konkretisierung der bisher nur abstrakt vorgesehenen Pflicht zur Versorgung aller Kunden mit den Informationen, die für eine eigenverantwortliche Anlageentscheidung erforderlich sind. Der Entwurf sieht vor, dass Privatkunden künftig während einer Anlageberatung mittels eines standardisierten Kurzinformationsblatts über die wesentlichen Merkmale des jeweiligen Finanzinstruments informiert werden müssen.

On May 3, 2010 the German Federal Ministry of Finance has published a preliminary draft for an Act on Strengthening Investor Protection and Improving the Functionality of the Capital Market (“Draft”).

The Draft at a Glance

The central provisions of the Draft concern the following areas:

1. *Regulation of the Gray Market (i.e. semi-regulated market), in particular by expanding the statutory definition of financial instruments within the meaning of the German Banking Act and the German Securities Trading Act, to encompass participations which do not qualify as securities but require mandatory publication of a sales prospectus.*
2. *Improving investor protection against poor advice by means of qualification and registration requirements for investment advisers, sales representatives and compliance officers and extended regulatory and enforcement powers of the German regulator BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht).*
3. *Specification of existing abstract obligations to provide all customers with the information required for an informed investment decision. The Draft stipulates that private customers shall be informed of the material characteristics of the respective financial instrument by means of a standardized information-leaflet prior to completion of any investment advice.*

4. Die Streichung der kurzen Sonderverjährungsfristen für Schadensersatzansprüche wegen fehlerhafter Wertpapier- oder Verkaufsprospekte sowie für Schadensersatzansprüche wegen fehlenden Prospekts.
5. Bei offenen Immobilienfonds insbesondere die Abkehr von der täglichen Anteilsrücknahme, die Einführung von Mindesthalte- und Kündigungsfristen sowie Änderungen in der Bewertung des Immobilienvermögens und des Rücknahmeaussetzungs- und Abwicklungsregimes.
6. Das Verbot ungedeckter Leerverkäufe und die Einführung von Offenlegungspflichten für gedeckte Leerverkäufe.
7. Die Erweiterung der wertpapierhandelsrechtlichen Meldepflichten auf bislang nicht erfasste Finanzinstrumente zur Verbesserung der Beteiligungstransparenz.

Die in dem Entwurf vorgesehenen Regelungen hätten Änderungen des Wertpapierhandelsgesetzes, des Kreditwesengesetzes, der Gewerbeordnung, des Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetzes, des Börsengesetzes, des Verkaufsprospektgesetzes, des Investmentgesetzes und nachgelagerter Verordnungen zur Folge.

Der Entwurf ist bis zum 28. Mai 2010 im Konsultationsverfahren. Eine Anhörung zu dem Entwurf sieht das Bundesministerium der Finanzen für den 31. Mai 2010 vor.

Auswirkungen auf Fonds des Grauen Kapitalmarkts

Nach gegenwärtiger Rechtslage unterliegen inländische und ausländische Private Equity-, Real Estate- und Infrastruktur-Fonds, da sie regelmäßig keine Finanzinstrumente an ihre Investoren ausgeben, nur insoweit einer Regulierung in Deutschland, als dass sie Anlageverwaltung im Sinne des Kreditwesengesetzes betreiben (ein Portfolio von Finanzinstrumenten für natürliche Personen verwalten) oder einen Pflichtprospekt bei der BaFin einreichen müssen, weil sie keinen der Ausnahmetatbestände des § 8f Absatz 2 des Verkaufsprospektgesetzes erfüllen.

4. *Abolition of the short special limitation periods applicable to claims for damages for incorrect securities- or sales-prospectuses and to claims for damages for lacking prospectuses.*
5. *With respect to open-end real estate funds, in particular the renunciation of the principle of daily redemptions, the introduction of minimum holding and notice periods, amended valuation rules for real estate assets and amendments to the regime applicable to the suspension of redemptions and liquidation.*
6. *Prohibition of naked short sales and introduction of disclosure obligations for covered short sales.*
7. *Expansion of the notification obligations under the German Securities Trading Act to include financial instruments not covered up to now, in order to improve participation transparency.*

If enacted, the Draft would bring about amendments to the German Securities Trading Act, German Banking Act, German Trade Code, German Securities Acquisition and Takeover Act, German Stock Exchange Act, German Sales Prospectus Act, German Investment Act and ancillary ordinances.

The Draft will be subject to a consultation procedure until May 28, 2010. A hearing on the Draft has been scheduled by the German Federal Ministry of Finance for May 31, 2010.

Implications for Gray Market Funds

Since private equity, real estate and infrastructure funds regularly do not issue financial instruments to their investors, such funds, whether domestic or foreign, are at present only subject to regulation in Germany, if they engage in investment management within the meaning of the German Banking Act (i.e. if they manage a portfolio of financial instruments for the account of natural persons) or if they are subject to the German Sales Prospectus Act, having to publish a prospectus, because they do not qualify for one of the exceptions under Section 8f Subsection 2 of the German Sales Prospectus Act.

Nach dem Entwurf soll der Graue Kapitalmarkt reguliert werden, indem die Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes und des Kreditwesengesetzes beim Vertrieb durch Institute auf den Graumarktbereich ausgedehnt werden, damit insbesondere die anlegerschützenden Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes auch in diesem Bereich Anwendung finden.

Zu diesem Zweck soll der Finanzinstrumentebegriff des Kreditwesengesetzes und des Wertpapierhandelsgesetzes erweitert werden um „Anteile an Vermögensanlagen, für die eine Prospektpflicht nach § 8f des Verkaufsprospektgesetzes besteht“.

Hierdurch würden zugleich die erlaubnispflichtigen Finanzdienstleistungen inhaltlich ausgeweitet.

Im Ergebnis unterlägen grundsätzlich auch die Erbringer von Dienstleistungen im Zusammenhang mit Produkten des Grauen Kapitalmarkts (etwa in Form von Anlageberatung, Anlagevermittlung oder Finanzportfolioverwaltung) künftig als Finanzdienstleistungsinstitute der Aufsicht der BaFin, sofern kein Ausnahmetatbestand greift, wie etwa für vertraglich gebundene Vermittler nach § 2 Absatz 10 des Kreditwesengesetzes und § 2a Absatz 2 des Wertpapierhandelsgesetzes (sog. Haftungsdach) oder nach § 2 Absatz 6 Satz 1 Nummer 15 des Kreditwesengesetzes (sog. Private Equity Berater).

Der Entwurf sieht neue Ausnahmetatbestände für Treuhänder und Platzierungsgarantien vor, sowie eine sechsmonatige Übergangsfrist für Institute, die aufgrund der Erweiterung des Finanzinstrumentebegriffs von der Erlaubnispflicht als Finanzdienstleistungsinstitut nach § 32 des Kreditwesengesetzes erfasst werden, innerhalb derer der Erlaubnisantrag einzureichen ist; die fristgerechte Einreichung des Antrags vorausgesetzt, gilt während der Übergangsfrist bis zur Entscheidung der BaFin eine Erlaubnisfiktion.

Entscheidend ist jedoch, dass die Erweiterung des Finanzinstrumentebegriffs an der Prospektpflicht nach dem Verkaufsprospektgesetz anknüpfen soll. Damit würden Graumarktprodukte, für die nach § 8f Absatz 2 des Verkaufsprospektgesetzes keine Prospektpflicht besteht, auch künftig nicht als Finanzinstrumente im Sinne des Kreditwesengesetzes und des Wertpapierhandelsgesetzes gelten und nicht der Regulierung durch die BaFin unterfallen.

Pursuant to the Draft, regulation of the Gray Market shall be implemented by expanding the application of the provisions of the German Securities Trading Act and German Banking Act to the marketing of Gray Market products, in order to ensure in particular the application of the investor protection provisions of the German Securities Trading Act within the Gray Market.

To this end, the statutory definition of financial instruments within the meaning of the German Banking Act and the German Securities Trading Act shall be expanded to encompass participations, which do not qualify as securities but require publication of a sales prospectus pursuant to Section 8f of the German Sales Prospectus Act.

Consequently, the statutory definition of financial services which require a license would be expanded respectively.

As a result, service providers would generally qualify as financial service institutions subject to supervision of the German regulator BaFin, too, if they rendered services in relation to Gray Market products (e.g. investment advice, investment brokerage or portfolio management), unless a statutory exception applies, such as for linked brokers pursuant to Section 2 Subsection 10 of the German Banking Act and Section 2a Subsection 2 of the German Securities Trading Act (so called umbrella liability) or pursuant to Section 2 Subsection 6 Clause 1 No. 15 of the German Banking Act (so called private equity advisers).

The Draft provides for new statutory exceptions for trustees and placement guarantees. Moreover, the Draft sets out a six-months transition period for such institutions, which would become subject to the license requirement applicable to financial service institutions under Section 32 of the German Banking Act due to the expansion of the statutory definition of financial instruments. Provided such institutions apply for a license within the six-months period, they would be treated as licensed financial service institutions under a statutory fiction up to the date of the actual BaFin ruling.

Crucially, however, pursuant to the Draft the expansion of the statutory definition of financial instruments shall depend on the prospectus requirement under the German Sales Prospectus Act. Therefore, Gray Market products, which are not subject to the

Der Entwurf sieht damit lediglich eine Regulierung des Graumarkt-Segments vor, das gegenwärtig bereits unter die Prospektpflicht des Verkaufsprospektgesetzes fällt. Für dieses Segment soll sich die Prospektprüfung zudem künftig nicht mehr nur auf Vollständigkeit begrenzen, sondern sich – wie bei Wertpapierprospekten – auch auf die Kohärenz und Verständlichkeit der Prospektangaben erstrecken. Hierzu soll die Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung geändert werden.

Der Fondsmarkt für institutionelle Anleger würde nach dem jetzigen Entwurf hingegen auch in Zukunft (vorbehaltlich der etwaigen Anwendbarkeit des Investmentgesetzes auf ausländische Fondsanteile) faktisch keiner Aufsicht unterliegen, da entsprechende Fonds regelmäßig einen der Ausnahmetatbestände des § 8f Absatz 2 des Verkaufsprospektgesetzes erfüllen (insbesondere den der Mindestzeichnungssumme von 200.000 Euro).

Auswirkungen auf offene Immobilienfonds

Für offene Immobilienfonds sieht der Entwurf eine Abkehr von der täglichen Anteilsrücknahme in Verbindung mit einer Mindesthaltefrist von 24 Monaten zuzüglich einer Kündigungsfrist vor. Hierdurch soll den Kapitalanlagegesellschaften eine bessere Liquiditätssteuerung ermöglicht werden, damit sie die Aussetzung der Anteilsrücknahme besser als bisher vermeiden können.

Die Anteilsrücknahme soll nur zu bestimmten Terminen (höchstens halbjährlich und mindestens jährlich) erfolgen können. Die Ausgabetermine für neue Anteile sind nach dem Entwurf an die Rücknahmetermine gebunden.

Die Kündigungsfristen für die Anteilsrückgabe sollen nach Wahl der Kapitalanlagegesellschaft zwischen sechs und 24 Monaten betragen, wobei die vorzuhaltende Mindestliquidität von der Länge der Kündigungsfrist abhängig sein soll (vorgesehen sind zwischen 15 Prozent bei sechs Monaten und 0 Prozent bei 24 Monaten).

prospectus requirement pursuant to Section 8f Subsection 2 of the German Sales Prospectus Act, would equally not qualify as financial instruments within the meaning of the German Banking Act and the German Securities Trading Act as set out by the Draft and would accordingly not be subject to regulation by the BaFin.

In effect, the Draft only provides for regulation of the Gray Market segment, which is already subject to the prospectus requirement pursuant to the German Sales Prospectus Act. In as far as this Gray Market segment is concerned, in the future prospectuses would not only be scrutinized as to their completeness, but would also be scrutinized as to the coherence and intelligibility of the information provided, as is the case with prospectuses for securities. To this end the German Participations Sale Prospectus Ordinance shall be amended.

However, pursuant to the current Draft, the funds market for institutional investors would, for all practical purposes, not be subject to any supervision in the future (subject to the potential application of the German Investment Act to foreign fund interests), since the respective funds regularly qualify for one of the exceptions set out in Section 8f Subsection 2 of the German Sales Prospectus Act (in particular for the 200,000 Euro minimum subscription exception).

Implications for Open-End Real Estate Funds

With respect to open-end real estate funds, the Draft provides for the renunciation of the principle of daily redemptions and the introduction of a minimum holding period of 24 months plus a notice period, in order to enable investment companies to better control liquidity and to better avoid suspensions of redemptions.

Redemptions shall only be possible at fixed dates (at most every six months and at least once a year). Pursuant to the Draft, dates of issue for new interests shall coincide with the redemption dates.

The Draft requires investment companies to choose notice periods for redemption of between six and 24 months, with the minimum liquidity to be held at command being dependent on the duration of the notice period chosen (the Draft provides for between 15 percent in the case of six months and 0 percent in the case of 24 months).

Zum Ausgleich für die aus der Mindesthaltefrist resultierende Kapitalbindung sieht der Entwurf eine Mindestausschüttung von 50 Prozent der Erträge des Sondervermögens vor (vorbehaltlich des Einbehalts solcher Erträge, die für künftige Instandsetzungen von Vermögensgegenständen des Sondervermögens erforderlich sind).

Desweiteren soll der regelmäßige Bewertungsturnus von bisher zwölf auf sechs Monate verkürzt werden, um die Anteilswertermittlung zu verbessern, die wesentlich auf den Immobilienschätzpreisen beruht.

Um dem Umstand Rechnung zu tragen, dass der von den Sachverständigen ermittelte Verkehrswert des Immobilienvermögens ein Schätzpreis ist, der von dem langfristigen Halten der Immobilie und nicht einem baldigen Verkauf ausgeht, der Anteilspreis aber einen Realisierungswert abbilden soll, sieht der Entwurf einen Pauschalabschlag in Höhe von 10 Prozent in der Bewertung des Immobilienvermögens vor.

In Abkehr von der bisherigen Kann-Regelung, soll die BaFin nunmehr im öffentlichen Interesse die Aussetzung der Rücknahme gegenüber der Kapitalanlagegesellschaft immer dann anordnen, wenn die Kapitalanlagegesellschaft nicht aussetzt, obwohl es im Interesse der Anleger erforderlich ist.

Schließlich sieht der Entwurf ein geändertes Abwicklungsregime für solche Immobilienfonds vor, die im Höchstfall länger als zweieinhalb Jahre nicht über die erforderliche Rückgabeliquidität verfügen.

Auswirkungen auf die Zulässigkeit von Leerverkäufen

Der Entwurf nimmt zwei von der BaFin zunächst interimweise (und bisher auf einzelne Aktientitel beschränkte) angewandte Maßnahmen auf: Das Verbot des ungedeckten Leerverkaufs und Mitteilungspflichten bzw. Veröffentlichungspflichten für Netto-Leerverkaufspositionen, die einen bestimmten Schwellenwert überschreiten. Dies soll die in die Kritik geratene Praxis der Leerverkäufe massiv einschränken.

Erstaunlich daran ist, dass die BaFin in der Begründung zu der Allgemeinverfügung vom 4. März 2010 noch ausgeführt hatte, dass ein generelles Verbot ungedeckter Leerverkäufe zur Zeit nicht notwendig sei und sich daher auf die weniger einschneidende Maßnahme der Informations- und Veröffentlichungspflichten beschränkt hatte.

The Draft stipulates a minimum distribution of 50 percent of fund profits in order to compensate for the capital lockup resulting from the minimum holding period (subject to a retention of such profits necessary for the future maintenance of the fund's assets).

Moreover, regular valuations shall take place every six months instead of currently every 12 months, in order to improve the valuation of the fund interests, which is essentially based on the estimated real estate prices.

In order to accommodate the fact that the market value of the real estate assets determined by the valuation experts constitutes an estimated price, which presupposes the long term holding of the real estate and not an early sale, and that the price for the fund interests shall represent the value upon realization, the Draft stipulates a flat deduction of ten percent in the valuation of the real estate assets.

Turning away from the current discretionary scheme, under the Draft, the BaFin shall order the suspension of redemptions in the public interests vis-à-vis the investment company, if the investment company does not suspend redemptions, although this is necessary in the interest of the investors.

Finally, the Draft provides for an amended liquidation regime for such real estate funds, which do not command the required liquidity for redemptions for more than two-and-a-half years in the maximum.

Implications for the Admissibility of Short Sales

The Draft adopts two measures already applied on an interim basis (and limited to certain selected shares) by the BaFin: The ban of naked short sales and information or publication obligations, respectively, for net short sale positions crossing certain thresholds. It aims to massively restrict the recently criticized practice of short sales.

It surprises that the Draft adopts both measures, since the BaFin has recently stated in its administrative ordinance dated March 4, 2010 that a general ban of naked short sales is not required for the time being and therefore opted for information and publication obligations only.

Der Entwurf erweitert diese beiden Maßnahmen auf alle ungedeckten Leerverkäufe in Aktien, welche an einer inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt zugelassen sind. Ausgenommen sind (aus deutscher Sicht zunächst) nur solche Aktien von Unternehmen mit Sitz in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum oder einem Drittstaat, sofern die Aktien nicht ausschließlich an einer inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt zugelassen sind.

Bei der Definition der „ungedekten Leerverkäufe“ lehnt sich der Entwurf an die früheren Definitionen der BaFin-Allgemeinverfügungen an und wählt den engeren Begriff. Ein „ungedekter“ Leerverkauf liegt vor, wenn der Verkäufer der Aktien zum Zeitpunkt des Abschlusses des jeweiligen Geschäftes weder Eigentümer der verkauften Aktien ist noch einen schuldrechtlich oder sachenrechtlich unbedingt durchsetzbaren Anspruch auf Übereignung einer entsprechenden Anzahl von Aktien gleicher Gattung hat. Der Verkauf z. B. geliehener Aktien bleibt also weiterhin erlaubt.

Die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten bei den Netto-Leerverkaufspositionen umfassen auch alle der vorstehend genannten Aktien. Der Schwellenwert für die Informationspflicht ist 0,2 Prozent, für die Veröffentlichungspflicht 0,5 Prozent der ausgegebenen Aktien eines Unternehmens. Weitere Mitteilungen oder Veröffentlichungen sind bei Veränderungen in 0,1-Prozent-Schritten geboten. Positionen, die bereits vor Wirksamkeit des Gesetzes bestanden, werden ebenfalls erfasst.

Eine Netto-Leerverkaufsposition erfasst – nach Saldierung aller Finanzinstrumente und unter Berücksichtigung des ökonomischen Gesamtinteresses an den Aktien – den überschießenden Betrag der Verkaufsposition (unabhängig davon, ob gedeckt oder nicht). Zu der konkreten Berechnungsmethode verweist der Gesetzgeber auf die Möglichkeit der Bestimmung durch Allgemeinverfügung der BaFin.

Ausgenommen von den neuen Regelungen sind Personen, die sich vertraglich verpflichtet haben, zu verkaufen, soweit das jeweils zugrundeliegende Geschäft zur Erfüllung dieser vertraglichen Pflichten erforderlich ist.

The Draft expands both measures to all naked short sales of shares admitted to trading at a German stock exchange on the regulated market. Only shares of companies having their seat outside Germany in another member state of the European Union or in a country which is a party to the Treaty on the European Economic Area or in a third country are exempt, provided the shares are not exclusively admitted to trading at a German stock exchange on the regulated market.

The Draft's definition of "naked short sales" is based on the definitions used in earlier administrative ordinances issued by the BaFin and opts for the narrow definition. A short sale will be considered to be a "naked" short sale, if at the closing of the transaction, the seller is not the owner of the shares sold and has neither an unconditional right in personam nor in rem to the transfer of title of a respective number of shares of the same kind. The sale of e.g. borrowed shares will thus not be regarded as "naked" short sale and still be allowed.

The information and publication obligations in the case of net short sale positions include all of the aforementioned shares. The threshold for the information obligation is 0.2 percent, for the publication obligation 0.5 percent of the shares issued by a company. Further information and publications will be required for each alteration amounting to 0.1 percent. These obligations also apply to positions existing prior to the effective date of the proposed Act.

A net short sale position includes – after netting out all financial instruments and considering the overall economic interest in the shares – the amount exceeding the short position (whether naked or not). In as far as the actual calculation method is concerned, the legislator refers to the possibility of a respective administrative ordinance by the BaFin.

Persons who are under a contractual obligation to sell, provided that the respective transaction was required to fulfill such contractual obligation, are exempt from the new provisions.

Erweiterung der wertpapierhandelsrechtlichen Meldepflichten

Im Nachgang zur Übernahme von Continental durch Schaeffler wurde der Ruf nach einer Erweiterung der Meldepflichten zur Verhinderung des unbemerkten Anschleichens an börsennotierte Unternehmen laut. Schaeffler war es bekanntlich gelungen, über Cash Settled Equity Swaps unbemerkt Zugriff auf ca. 28 Prozent der Aktien an der Continental AG zu erlangen. Obwohl die Banken, mit denen Schaeffler die Swap Geschäfte vereinbart hatte, sich mit Continental-Aktien abgesichert hatten (wobei ihre Beteiligung jeweils unter 3 Prozent lag und deshalb nicht meldepflichtig war) und in der Praxis Cash Settled Equity Swaps häufig (durch Zusatzvereinbarung) im Rahmen eines Physical Settlement erfüllt werden, sah die BaFin in Bezug auf diese Aktien aufgrund des geltenden Rechts keine Meldepflicht für Schaeffler.

In einem Brandbrief hatten Vorstände von DAX-Unternehmen den damaligen Bundesfinanzminister aufgefordert, Regelungen zu schaffen, die ein unbemerktes Anschleichen zur Vorbereitung einer Übernahme verhindern.

Der Gesetzgeber will diesen Forderungen nun nachkommen. Er wählt dabei den Weg, die Meldepflichten des Wertpapierhandelsgesetzes für Finanzinstrumente zu erweitern.

Zum einen soll die bereits bestehende Meldepflicht für Finanzinstrumente, die ihrem Inhaber das unbedingte Recht verleihen, mit Stimmrechten verbundene, bereits ausgegebene Aktien zu erwerben, künftig auch „sonstige Instrumente“ erfassen. Damit sind insbesondere Rückforderungsansprüche aus Wertpapierdarlehen und Rückkaufvereinbarungen bei Repo-Geschäften gemeint.

Darüber hinaus wird eine neue Meldepflicht für Finanzinstrumente und sonstige Instrumente eingeführt, die es ihrem Inhaber nur „ermöglichen“, mit Stimmrechten verbundene, bereits ausgegebene Aktien zu erwerben. Es ist also nicht erforderlich, dass ein Anspruch des Inhabers auf Lieferung der Aktien besteht. Ausreichend ist vielmehr, dass der Erwerb aus der der Ausgestaltung des Instruments folgenden, wirtschaftlichen Logik resultiert.

Der Entwurf nennt zwei nicht abschließende Beispiele für dieses „Ermöglichen“. Es liegt insbesondere vor, wenn die Gegenseite ihr Risiko durch das

Expansion of the Notification Requirements under the German Securities Trading Act

Following the takeover of Continental by Schaeffler, there was intense demand for the expansion of notification obligations in order to prevent the unnoticed stake building in publicly listed companies. Schaeffler had secretly obtained access to approximately 28 percent of the shares in Continental AG by entering into cash settled equity swaps. Although the banks with which Schaeffler had entered into the swap transactions, had hedged their risks by acquiring shares in Continental AG (whereby their stake was in each case below 3 percent and therefore did not trigger notification obligations) and it is common practice for cash settled equity swaps to settle the obligations (by separate agreement) with a physical settlement, BaFin denied notification obligations of Schaeffler for these shares based on the existing law.

In an urgent letter to the German finance minister the CEOs of several DAX companies requested that new rules be enacted which prevent an unnoticeable stake building in preparation of a public takeover.

The legislator now intends to follow this request. In the Draft, the legislator chose the route of expanding the notification obligations for financial instruments pursuant to the German Securities Trading Act.

On the one hand, existing notification obligations for financial instruments, entitling their holders unconditionally to acquire existing shares which carry voting rights, shall be extended to “other instruments”. These other instruments shall include claims for return of shares pursuant to securities lending agreements and repurchase agreements.

In addition, a new notification obligation is created for financial instruments or other instruments which only “enable” their holders to acquire existing shares which carry voting rights. It is not necessary that the holder is entitled to claim delivery of the shares. Rather, it is sufficient that the acquisition of the shares follows from the economic logic of the financial instrument.

The Draft mentions two non exclusive examples for “enabling”. This is in particular the case if the counter party can reduce or mitigate its risk by acquiring shares. This example thus covers cash settled swaps and contracts for difference.

Halten von Aktien ausschließen oder vermindern kann. Hiervon sind Cash Settled Equity Swaps und finanzielle Differenzgeschäfte erfasst.

Das zweite Beispiel erfasst Instrumente, die ein Recht zum Erwerb von Aktien einräumen oder eine Erwerbspflicht begründen. Hiervon werden Stillhaltepositionen bei Put-Optionen mit physischer Lieferung erfasst, ebenso wie Call-Optionen, die unter Bedingungen stehen, auf die nicht allein der Inhaber Einfluss hat. Erfasst werden auch Fälle des Kettenerwerbs sowie Instrumente, die es Dritten ermöglichen, Stimmrechte zu erlangen.

Die Meldepflicht besteht nicht für Wertpapierdienstleister mit Sitz in der Europäischen Union oder im Europäischen Wirtschaftsraum, die Finanzinstrumente halten, die sie im Rahmen ihres regelmäßigen Geschäftsbetriebs an eine Vielzahl von Kunden ausgeben. Der Abschluss von Geschäften zur Vorbereitung einer Übernahme durch einen bestimmten Kunden ist damit meldepflichtig.

Die Meldepflicht besteht ab einem hypothetischen Stimmrechtsanteil von 5 Prozent. Bei der Berechnung wird die vollständige Ausübung von Optionen bzw. die vollständige Absicherung der Gegenseite durch Hedging unterstellt. Zu beachten ist aber, dass der Gesetzgeber nach der neuen Vorschrift keine Zusammenrechnung der hypothetischen Stimmrechtsanteile mit „echten“ Stimmrechtsanteilen, die nach den §§ 21 ff. des Wertpapierhandelsgesetzes zu melden sind bzw. mit hypothetischen Stimmrechtsanteilen aus Finanzinstrumenten oder sonstigen Instrumenten, die einen unbedingten Lieferanspruch gewähren, vorsieht.

Zu beachten ist auch, dass die neue Meldepflicht für Finanzinstrumente auch dann keine Angebotspflicht nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz auslöst, wenn die Schwelle von 30 Prozent der Stimmrechte erreicht oder überschritten wird. Denn es handelt sich hierbei nur um hypothetische Stimmrechte aus Finanzinstrumenten, nicht um bereits nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz zugerechnete Stimmrechte. Die Meldepflicht führt insofern dazu, dass der Markt auf ein möglicherweise bevorstehendes Angebot aufmerksam wird. Eine Angebotspflicht entstände aber erst beim tatsächlichen Stimmrechtserwerb durch den Inhaber der Finanzinstrumente.

The second example covers financial instruments which grant a right or create an obligation to acquire shares. This includes the position as counter party to a put option with physical delivery, as well as call options which are subject to conditions which are not exclusively controlled by the holder of the call option. Also, cases of acquisition chains and instruments, which enable third parties to acquire voting rights are covered.

Financial institutions which have their seat in the European Union or in the European Economic Area, and which hold financial instruments, which they issue within their ordinary business to a larger number of customers, are exempted from the notification obligation. Transactions entered into by such financial institutions in preparation of a takeover for a specific customer must therefore be notified.

The notification obligation is triggered by a hypothetical 5 percent share in the voting rights. For purposes of the calculation, it is assumed that all options are exercised, or that the counter party completely hedges its position. It should be noted, however, that the legislator does not envisage the accumulation of hypothetical voting rights, which are held pursuant to the new provisions, with “real” voting rights, which must be notified pursuant to Sections 21 et seq. of the German Securities Trading Act or with hypothetical voting rights resulting from financial instruments, which grant an unconditional right to acquire shares.

Furthermore, it should be noted that the new notification obligations for financial instruments do not result in the obligation to make a mandatory take-over bid pursuant to the German Securities Acquisition and Takeover Act, even if the threshold of 30 percent of the voting rights is reached or exceeded. This is the case because only hypothetical voting rights from financial instruments are notified which do not result in voting rights which are relevant for purposes of the German Securities Acquisition and Takeover Act. The new notification obligation therefore makes the market aware of a possible upcoming public offer. However, an obligation to make an offer is only triggered once the holder of the financial instruments actually acquires voting rights.

Sollten Sie zu dieser Publikation noch mehr Informationen wünschen, wenden Sie sich bitte an einen der folgenden Ansprechpartner:

If you have any questions or require specific advice on any matter discussed in this publication, please contact one of the lawyers listed below:

Dr. Benedikt Weiser

T: +49 69 79 41 1637

bweiser@mayerbrown.com

Dr. Ulrike Binder

T: +49 69 79 41 1297

ubinder@mayerbrown.com

Andreas Lange

T: +49 69 79 41 1941

alange@mayerbrown.com

Mayer Brown is a leading global law firm with approximately 1,000 lawyers in the Americas, 300 in Asia and 450 in Europe. We serve many of the world's largest companies, including a significant proportion of the Fortune 100, FTSE 100, DAX and Hang Seng Index companies and more than half of the world's largest investment banks. We provide legal services in areas such as Supreme Court and appellate; litigation; corporate and securities; finance; real estate; tax; intellectual property; government and global trade; restructuring, bankruptcy and insolvency; and environmental.

OFFICE LOCATIONS AMERICAS: Charlotte, Chicago, Houston, Los Angeles, New York, Palo Alto, Rio de Janeiro, São Paulo, Washington
ASIA: Bangkok, Beijing, Guangzhou, Hanoi, Ho Chi Minh City, Hong Kong, Shanghai
EUROPE: Berlin, Brussels, Cologne, Frankfurt, London, Paris

ALLIANCE LAW FIRMS Mexico (Jáuregui, Navarrete y Nader); Spain (Ramón & Cajal); Italy and Eastern Europe (Tonucci & Partners)

Please visit our website for comprehensive contact information for all Mayer Brown offices.

www.mayerbrown.com

This Mayer Brown LLP publication provides information and comments on legal issues and developments of interest to our clients and friends. The foregoing is not a comprehensive treatment of the subject matter covered and is not intended to provide legal advice. Readers should seek specific legal advice before taking any action with respect to the matters discussed herein.

© 2010. Mayer Brown LLP, Mayer Brown International LLP, and/or JSM. All rights reserved.

Mayer Brown LLP is a limited liability partnership established under the laws of the State of Illinois, U.S.A.