

Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts

Auswirkungen auf offene Immobilienfonds, die wertpapierhandelsrechtlichen Meldepflichten zur Beteiligungstransparenz und Qualifikationsanforderungen für Anlageberater

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

Implications for open-end real estate funds and the notification obligations for participation transparency under the German Securities Trading Act as well as qualification requirements for investment advisers

Der Bundestag hat am 11. Februar 2011 das Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Anleger-schutz- und Funktionsverbesserungsgesetz) in der vom Finanzausschuss geänderten Fassung („Gesetz“) verabschiedet. Der Bundesrat wird das Gesetz voraussichtlich am 18. März 2011 abschließend beraten. Es wird nicht erwartet, dass der Bundesrat, der dem Gesetz nicht zustimmen muss, den Vermittlungsausschuss einberuft, so dass kein Einspruch gegen das Gesetz zu erwarten ist. Das Gesetz tritt vier Tage nach der Verkündung in Kraft, soweit es keine längeren Übergangsfristen vorsieht, damit die Marktteilnehmer ebenso wie die Finanzaufsicht sich auf die neuen Regeln einstellen können.

Das Gesetz im Überblick

Das Gesetz sieht im Einzelnen die folgenden zentralen Regelungsbereiche vor:

1. 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).
2. Die Konkretisierung der bisher nur abstrakt vorgesehenen Pflicht zur Versorgung aller Kunden mit den Informationen, die für eine eigenverant-

On February 11, 2011 the Bundestag passed the Act on Strengthening Investor Protection and Improving the Functionality of the Capital Market (Investor Protection and Functional Improvement Act) in the amended version of the Finance Committee (“Act”). The Bundesrat is likely to hold final discussions on the Act on March 18, 2011. It is not expected that the Bundesrat, whose consent is not required for the Act to become law, will demand that the conciliation committee be convened. Therefore, it is not expected that the Bundesrat will object to the Act. The Act will come into effect four days after its announcement to the extent that the Act no longer provides transitional periods in order that the market participants as well as the financial regulator may prepare for the new regulations.

The Act at a Glance

The central provisions of the Act concern the following areas:

1. *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).*
2. *Specification of existing abstract obligations to provide all customers with the information required for an informed investment decision. The Act*

wortliche Anlageentscheidung erforderlich sind. Das Gesetz sieht vor, dass Privatkunden künftig während einer Anlageberatung mittels eines standardisierten Kurzinformationsblatts über die wesentlichen Merkmale des jeweiligen Finanzinstruments informiert werden müssen.

3. 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.
4. Die Erweiterung der wertpapierhandelsrechtlichen Meldepflichten auf bislang nicht erfasste Finanzinstrumente zur Verbesserung der Beteiligungstransparenz.

Das Gesetz ändert das Wertpapierhandelsgesetz, das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, das Investmentgesetz, das Finanzmarktstabilisierungsbeschleunigungsgesetz, das Restrukturierungsfondsgesetz und nachgelagerte Verordnungen. Im Vergleich zum Diskussionsentwurf enthält das Gesetz keine Regelungen mehr zur Regulierung des Grauen Kapitalmarkts und des Verbots ungedeckter Leerverkäufe. Die Regulierung des Grauen Kapitalmarkts wird mit dem Gesetz zur Novellierung des Finanzanlagevermittler- und Vermögensanlagerechts umgesetzt werden. Das Verbot ungedeckter Leerverkäufe ist bereits in das Wertpapierhandelsgesetz eingeführt worden.

Auswirkungen auf offene Immobilienfonds

Für offene Immobilienfonds sieht das Gesetz die seit langem heftig umstrittene Abkehr von der täglichen Anteilsrücknahme vor. Anteilsrückgaben sind, soweit sie 30.000 Euro pro Kalenderhalbjahr (der Regierungsentwurf sah einen Betrag von 5.000 Euro pro Monat vor) für einen Anleger übersteigen, erst nach Ablauf einer Mindesthaltepflicht von 24 Monaten möglich. Zwar ist die Summe auf ein Halbjahr bezogen gleich, allerdings bietet der Betrag von 30.000 Euro pro Kalenderhalbjahr mehr Flexibilität als der Betrag aus dem Regierungsentwurf. Der Anleger hat zur Berechnung des zulässigen Rückgabebetrags mindestens den seiner Rückgabeerklärung entsprechenden Anteilbestand durchgehend für die gesamten 24 Monate nachzuweisen. Hierdurch soll den Kapitalanlagegesellschaften eine

stipulates that private customers will 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.

3. *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.*
4. *Expansion of the notification obligations under the German Securities Trading Act to include financial instruments not covered until now, in order to improve participation transparency.*

The Act brings about amendments to the German Securities Trading Act (Wertpapierhandelsgesetz – WpHG), German Securities Acquisition and Takeover Act, German Investment Act, German Financial Markets Stabilization Acceleration Act, German Restructuring Fund Act and ancillary ordinances. Compared to the discussion version, the Act does not regulate the Gray Market and prohibit naked short sales. The regulation of the Gray Market will be implemented with the Act Amending the Financial Investment Broker and Asset Investment Law. The prohibition of naked short sales has already been enacted in the German Securities Trading Act.

Implications for Open-End Real Estate Funds

In respect of open-end real estate funds, the Act provides for the renunciation of the principle of daily redemptions which has been highly controversial for a long time. Redemptions are only possible after the expiration of a minimum holding period of 24 months to the extent that the redemption amount of an investor exceeds 30,000 Euro within half of a calendar year (the draft version provided an amount of 5,000 Euro per month). Although the monthly redemptions amounted to the same sum, however, the amount of 30,000 Euro within half of a calendar year offers more flexibility than the amount pursuant to the draft version. For the purposes of calculating the maximum redemption amount the investor has to prove that they held the interests which they intend to redeem for the whole period of 24 months. As a

bessere Liquiditätssteuerung ermöglicht werden, damit sie die Aussetzung der Anteilsrücknahme besser als bisher vermeiden können. Soweit Anteilsrückgaben 30.000 Euro pro Kalenderhalbjahr für einen Anleger übersteigen, sind sie unter Einhaltung einer Rückgabefrist von zwölf Monaten durch eine unwiderrufliche Rückgabeerklärung gegenüber der Kapitalanlagegesellschaft möglich. Dabei sollte die Rückgabe bereits vor Ablauf der Mindesthaltepflicht erklärt werden dürfen, so dass mit Ablauf der 24-monatigen Mindesthaltepflicht die Anteilsrückgabe erfolgen kann, soweit die Rückgabe mindestens zwölf Monate zuvor erklärt wurde. Als Übergangsvorschrift gilt, dass die 24-monatige Mindesthaltepflicht erfüllt ist, soweit Anleger Anteile vor Änderung der Vertragsbedingungen zum Zwecke der Anpassung an das Gesetz erworben haben.

Die Anteilsrücknahme soll nur zu bestimmten Terminen (mindestens alle zwölf Monate) erfolgen können. Die Ausgabetermine für neue Anteile sind nach dem Gesetz an die Rücknahmetermine gebunden.

Zum Ausgleich für die aus der Mindesthaltefrist resultierende Kapitalbindung sieht das Gesetz eine Mindestausschüttung von 50 Prozent der Erträge des offenen Immobilienfonds vor (vorbehaltlich des Einbehalts solcher Erträge, die für künftige Instandsetzungen von Vermögensgegenständen des offenen Immobilienfonds erforderlich sind). Hierbei gelten realisierte Gewinne aus Veräußerungsgeschäften nicht als Erträge. Diese Klarstellung fehlte noch im Regierungsentwurf.

Kann der Anleger eine börsentägliche Rückgabe seines Anteils verlangen oder sehen die Vertragsbedingungen Rücknahmetermine häufiger als alle zwölf Monate vor, so wird der regelmäßige Bewertungssturnus von zwölf Monaten auf den Zeitraum verkürzt, der dem Abstand zwischen zwei Rücknahmeterminen entspricht, mindestens aber drei Monate. Der Regierungsentwurf hatte einen Monat vorgesehen.

Ein Sachverständiger darf für die Kapitalanlagegesellschaft zu derselben Zeit nur in einem ihrer Sachverständigenausschüsse und nur bis zum Ablauf des zweiten auf seine erstmalige Bestellung folgenden Kalenderjahres tätig sein. Dieser Zeitraum kann bei Vorliegen bestimmter Voraussetzungen anschließend bis zu drei mal um jeweils ein weiteres Jahr verlängert

result of the minimum holding period requirement, investment companies should be able to better control liquidity and to better avoid suspensions of redemptions. To the extent that the redemptions of an investor exceed the amount of 30,000 Euro within half of a calendar year, the redemption is possible by an irrevocable redemption declaration vis-à-vis the investment company subject to a redemption period of 12 months. The redemption may be declared prior to the expiration of the minimum holding period so that the redemption may be executed with the expiration of the 24 months minimum holding period as long as the redemption was declared at least 12 months before. As a transitional provision the requirement of a minimum holding period of 24 months is deemed fulfilled as far as investors purchased interests prior to the change of terms for the purpose of adaptation to the Act.

Redemptions shall only be possible at fixed dates (at least every twelve months). Pursuant to the Act, dates of issue for new interests shall coincide with the redemption dates.

The Act 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). In this context, gains realized from sales transactions do not qualify as profit. This clarification was missing in the draft version.

If the investor may demand the redemption of his interests every trading day or the terms of the fund provide redemption dates more often than every 12 months, the regular valuation of 12 months shall be reduced to the period which is equivalent to the period of time between two redemption dates, but at least three months. The draft version provided for one month.

A valuer may serve for the investment company only on one of its valuation committees at the same time and only until the end of the second calendar year after their first-time appointment. The period may be prolonged subsequently up to three times for another year if certain requirements are fulfilled. The investment company may appoint a valuer as a member of one of its valuation committees again following two years from the end of the legally permitted service period.

werden. Die Kapitalanlagegesellschaft darf einen Sachverständigen erst nach Ablauf von zwei Jahren seit Ende des gesetzlich erlaubten Tätigkeitszeitraums erneut als Mitglied eines ihrer Sachverständigenausschüsse bestellen.

Bisher konnten offene Immobilienfonds Kredite bis zur Höhe von 50 Prozent des Verkehrswertes der im Immobilienfonds befindlichen Immobilien aufnehmen. Das Gesetz beschränkt die Kreditaufnahme nunmehr auf 30 Prozent. Hingegen bleibt die 50 Prozent-Grenze für Belastungen von den Vermögensgegenständen des offenen Immobilienfonds bestehen.

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.

In Grundzügen gestaltet sich die Aussetzung der Rücknahme wie folgt: Die Kapitalanlagegesellschaft hat die Rücknahme der Anteile zu verweigern und auszusetzen, wenn sie nicht über die erforderliche Rückgabeliquidität verfügen. Reichen auch nach Ablauf von sechs Monaten seit dem Rücknahmeverlangen die Mittel nicht aus, so sind die Vermögensgegenstände des Immobilienfonds zu veräußern. Bis zur Veräußerung dieser Vermögensgegenstände zu angemessenen Bedingungen hat die Kapitalanlagegesellschaft die Rücknahme der Anteile weiterhin zu verweigern, längstens jedoch zwölf Monate nach der Aussetzung der Rücknahme. Reichen zwölf Monate nach der Aussetzung der Rücknahme die liquiden Mittel nicht aus, so ist die Rücknahme weiterhin zu verweigern und sind Vermögensgegenstände mit bis zu 10 Prozent Abschlag zu veräußern. Reichen auch 24 Monate nach der Aussetzung der Rücknahme die liquiden Mittel nicht aus, so ist die Rücknahme weiterhin zu verweigern und sind Vermögensgegenstände mit bis zu 20 Prozent Abschlag zu veräußern. 30 Monate nach der Aussetzung der Rücknahme kann jeder Anleger verlangen, dass ihm sein Anteil am offenen Immobilienfonds ausgezahlt wird. Reichen auch 30 Monate nach der Aussetzung der Rücknahme die liquiden Mittel nicht aus, erlischt das Recht der Kapitalanlagegesellschaft, diesen Immobilienfonds zu verwalten; aus den Übergangsvorschriften ergibt sich, dass Aussetzungen nicht in diesem Verfahren berücksichtigt werden, nach denen die

Previously, the amount of the loan for an open-end real estate fund was limited to 50 percent of the market value of the real estate held by the real estate fund. The Act limits the borrowing to 30 percent. However, the 50 percent limitation for the encumbrance of assets held by the open-end real estate fund remains in force.

Turning away from the current discretionary scheme, 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.

In a nut shell, the suspension of redemptions works as follows: The investment company must refuse redemption requests and suspend the redemption of the interests if it does not have the required liquidity. If the liquidity is not sufficient six months after the request for redemption, the assets of the real estate fund must be disposed of. The investment company must refuse the redemption until it has disposed of the assets on fair market terms, but not longer than 12 months after the suspension of the redemption. If the liquidity is not sufficient 12 months after the suspension of the redemption, redemption requests must be refused and the assets must be disposed of with a deduction of 10 percent of a fair market volume. If the liquidity is not sufficient 24 months after the suspension of the redemption, redemption requests must be refused and the assets must be disposed of with a deduction of 20 percent on a fair market value. 30 months after the suspension of the redemption any investor may demand his payout. If the liquidity is not sufficient 30 months after the suspension of redemption, the investment company loses its right to manage this real estate fund; according to the transitional provisions, suspensions of redemptions will be disregarded for this procedure, if the investment company resumes redemptions on the first trading day after January 1, 2013 or earlier. With regard to the amended redemption procedures, the liquidity provisions pursuant to Section 80 of the German Investment Act were also eased. Now, of the liquidity assets, five percent of the asset value of the real estate fund must be available "for redemption" only and no longer "daily".

Kapitalanlagegesellschaft am ersten Börsentag nach dem 1. Januar 2013 oder früher die Anteilsrücknahme wieder aufnimmt. Im Hinblick auf die geänderten Rücknahmeverfahren werden auch die Liquiditätsvorschriften in § 80 InvG gelockert. Von den liquiden Anlagen muss nunmehr ein Betrag von 5 Prozent des Wertes des Immobilienfonds nur noch „für Rücknahmen“ und nicht mehr „täglich“ verfügbar sein.

Neu eingeführt wird, dass für den Fall der Aussetzung der Anteilsrücknahme die Vertragsbedingungen eines offenen Immobilienfonds vorzusehen haben, dass die Anleger durch Mehrheitsbeschluss in die Veräußerung bestimmter Vermögensgegenstände einwilligen können, auch wenn die Veräußerung nicht zu angemessenen Bedingungen erfolgt. Ein wirksamer Beschluss erfordert, dass mindestens 30 Prozent der Stimmrechte bei der Beschlussfassung vertreten waren. Die Abstimmung soll ohne Versammlung durchgeführt werden, wenn nicht außergewöhnliche Umstände eine Versammlung zum Zwecke der Information der Anleger erforderlich machen.

Die 24-monatige Haltefrist und die zwölfmonatige Rückgabefrist ist auch auf Gemischte Sondervermögen im Sinne von §§ 83-86 InvG anzuwenden, wenn deren Vertragsbedingungen erlauben, dass das Gemischte Sondervermögen seine Mittel zu mehr als 50 Prozent des Wertes seines Vermögens in Anteile in offenen Immobilienfonds oder vergleichbaren ausländischen Investmentvermögen anlegt.

Für Spezial-Immobilien-Sondervermögen ist weiterhin eine Kreditaufnahme in Höhe von 50 Prozent des Verkehrswertes der im Sondervermögen befindlichen Immobilien zulässig. Auch die neuen Rückgabe- und Haltefristen finden auf Spezial-Immobilien-Sondervermögen keine Anwendung.

Aus den neuen Rückgabefristen ergibt sich ein Widerspruch zum Versicherungsaufsichtsrecht: Damit ein Versicherungsunternehmen in einen offenen Immobilienfonds investieren kann, muss gemäß dem Entwurf des Anlagerundschreibens der BaFin vertraglich sichergestellt sein, dass die Rückgabe der Anteile innerhalb von sechs Monaten möglich ist. Der GDV (Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft) weist in seiner Stellungnahme zur Konsultation des Anlagerundschreibens darauf hin, dass aufgrund der 24-monatigen Halte-

In the case of the suspension of redemptions, the terms of an open-end real estate fund must now provide that the investors may approve the disposal of certain assets with the majority of the votes, even though the sales price is not on fair market terms. A legally binding resolution requires that the minimum of 30 percent of the voting rights must be present at the passing of a resolution. The vote should be held without a physical meeting unless exceptional circumstances make a physical meeting necessary for the purpose of investor information.

The minimum holding period of 24 months and the redemption period of 12 months is applicable to miscellaneous funds (Gemischte Sondervermögen) within the meaning of Section 83 to 86 German Investment Act if the terms of the funds allow the investment of more than 50 percent of the funds' assets in interests in open-end real estate funds or comparable foreign units.

For Spezialfonds the amount of borrowing is limited to 50 percent of the market value of the real estate held by the fund. The redemption and holding periods are not applicable to Spezialfonds.

The new redemption periods generate a conflict with the investment requirements under insurance supervisory law: In order for an open ended real estate fund to qualify as an eligible investment under insurance regulations, pursuant to a draft circular by the BaFin, the German financial regulator, on the interpretation and application of the German Investment Ordinance, the terms of the fund must ensure that the redemption of the interests will be effected within six months. The German Insurance Association, GDV, (Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft) points out in its statement to the consultation of the BaFin circular that open-end real estate funds do not qualify as eligible assets for insurance companies due to the minimum holding period of 24 months. It would be roundly welcomed if the BaFin would consider so that insurance companies may invest not only in real estate Spezialfonds.

The amendments to the German Investment Act come into effect four days after their announcement. There are transitional regulations for open-end real estate funds and miscellaneous funds (Gemischte Sondervermögen) within the meaning of Section 83 to 86 of the German Investment Act which exist already at the

frist offene Immobilienfonds keine zulässige Anlage für Versicherungsunternehmen mehr darstellen. Es ist zu wünschen, dass die BaFin diesen Einwand berücksichtigt, so dass Versicherungsunternehmen nicht nur in Spezial-Immobilien-Sondervermögen investieren dürfen.

Die Änderungen des InvG treten vier Tage nach der Verkündung des Gesetzes in Kraft. Übergangsvorschriften gibt es für die am Tag des Inkrafttretens des Gesetzes bestehenden offenen Immobilienfonds und Gemischte Sondervermögen im Sinne von §§ 83-86 InvG. Diese dürfen §§ 37 (Rücknahme von Anteilen, Aussetzung), 78 (Ertragsverwendung), 79 (Vermögensaufstellung, Anteilwertermittlung), 80 (Liquiditätsvorschriften), 80c (Sonderregelungen für die Ausgabe und Rücknahme von Anteilen), 80d (Angaben im Verkaufsprospekt und in den Vertragsbedingungen), 81 (Aussetzung der Rücknahme) und 83 InvG (Gemischte Sondervermögen) in der bis zum Datum der Verkündung des Gesetzes geltenden Fassung noch bis zum 31. Dezember 2012 anwenden. §§ 81a (Aussetzung nach Kündigung) und 81b InvG (Beschlüsse der Anleger) müssen erst ab dem 1. Januar 2013 angewendet werden. Auf offene Immobilienfonds, bei denen am 31. Dezember 2012 die Rücknahme von Anteilen ausgesetzt ist, enden die Übergangsvorschriften sechs Monate nach der Wiederaufnahme der Rücknahme der Anteile. Die 50 Prozent-Fremdkapitalquote gemäß § 80a InvG gilt für die am Tag des Inkrafttretens des Gesetzes bestehenden offenen Immobilienfonds sogar bis zum 31. Dezember 2014.

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,

date when the Act comes into effect. These may apply Section 37 (redemption of interests, suspension), 78 (profit use), 79 (asset statement, valuation), 80 (liquidity provisions), 80c (special provisions for the issue and redemption of interests), 80d (information in the sales prospectus and in the terms), 81 (suspension of redemption) and 83 of the German Investment Act (miscellaneous funds) in the version prior to the announcement of the Act until December 31, 2012. Section 81a (suspension after termination) and 81b of the German Investment Act (resolutions of the investors) must be applied from January 1, 2013. For open-end real estate funds which exist already at the date when the Act comes into effect, the 50 percent debt ratio pursuant to Section 80a of the German Investment Act is applicable until December 31, 2014. For open-end real estate funds which have suspended the redemption at December 31, 2012, these transitional regulations end six months after the resumption of the redemption.

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 acted upon this request by expanding the notification obligations for financial instruments pursuant to the German Securities Trading Act.

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 ist diesen Forderungen nun nachgekommen. Er wählt dabei den Weg, die Meldepflichten des Wertpapierhandelsgesetzes für Finanzinstrumente zu erweitern.

Hierfür wird zum einen die bereits bestehende Meldepflicht aus § 25 WpHG 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 mit dem neuen § 25a WpHG eine neue Meldepflicht für Finanzinstrumente und sonstige Instrumente eingeführt, die es ihrem Inhaber oder einem Dritten nur „ermöglichen“, mit Stimmrechten verbundene, bereits ausgegebene Aktien zu erwerben. Es ist also nicht erforderlich, dass ein Anspruch auf Lieferung der Aktien besteht. Ausreichend ist vielmehr, dass der Stimmrechtserwerb aufgrund der den Instrumenten zugrundeliegenden wirtschaftlichen Logik zumindest möglich ist.

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

On the one hand, existing notification obligations under Section 25 WpHG for financial instruments, entitling their holders unconditionally to acquire existing shares which carry voting rights, will 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 (Section 25a WpHG) is created for financial instruments and 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. It is sufficient that the acquisition of the voting rights is at least possible due to the economic logic which underlies the instruments.

The Act 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.

The second example covers 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. The moment of the purchase or other origination of the instrument is decisive.

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. Maßgeblich ist der Zeitpunkt des Erwerbs oder sonstigen Entstehens des Instruments.

Hypothetische Stimmrechtsanteile nach § 25 und § 25a WpHG sind mit „echten“ Stimmrechtsanteilen, die nach den §§ 21, 22 WpHG zu melden sind, zusammenzurechnen. In der Mitteilung müssen neben der Gesamtzahl der Stimmrechte auch die Einzelsummen aus den drei Bereichen (echte Stimmrechte nach §§ 21, 22 WpHG, hypothetische Stimmrechte aus Finanzinstrumenten oder sonstigen Instrumenten nach § 25 WpHG und hypothetische Stimmrechte aus Finanzinstrumenten oder sonstigen Instrumenten nach § 25a WpHG) angegeben werden.

Die Neuregelungen treten zehn Monate nach Inkrafttreten des Gesetzes in Kraft. Das Gesetz verpflichtet Inhaber von Positionen, die nach dem neu eingeführten § 25a WpHG meldepflichtig sind, Bestandsmeldungen zum Zeitpunkt des Inkrafttretens der Neuregelung abzugeben. Die Bestandsmeldungen müssen unverzüglich, spätestens binnen 30 Handelstagen erfolgen. Auch bei den Bestandsmeldungen erfolgt eine Zusammenrechnung mit „echten“ Stimmrechten nach §§ 21, 22 WpHG und Instrumenten nach § 25 WpHG.

Ein Verstoß gegen die Meldepflichten aus § 25 oder § 25a WpHG hat keinen Stimmrechtsverlust zur Folge. Jedoch kann gegen einen Meldepflichtigen, der vorsätzlich oder leichtfertig die Meldepflicht nicht, nicht richtig, nicht vollständig, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig erfüllt, ein Bußgeld von bis zu 1 Million Euro verhängt werden. Wer vorsätzlich oder leichtfertig gegen die Pflicht zur Abgabe der Bestandsmeldung verstößt, muss mit einem Bußgeld von bis zu 200.000 Euro rechnen.

Hypothetical voting rights pursuant to Section 25 and Section 25a WpHG must be added up with “real” voting rights, which must be notified pursuant to Sections 21, 22 WpHG. In addition to the total number of voting rights, the notification also has to indicate the single amount of the three areas (real voting rights pursuant to Sections 21, 22 WpHG, hypothetical voting rights resulting from financial instruments or other instruments pursuant to Section 25 WpHG and hypothetical voting rights resulting from financial instruments or other instruments pursuant to Section 25a WpHG).

The new rules come into effect ten months after enacting the Act. The Act obliges owners of positions, which are subject to notification pursuant to the newly introduced Section 25a WpHG, to disclose existing holdings at the moment the new rules come into effect. The disclosure of existing holdings must be made immediately, at latest within 30 trading days. Also here, the “real” voting rights pursuant to Section 21, 22 WpHG must be added up with instruments pursuant to Section 25 WpHG.

A violation of the notification requirements pursuant to Section 25 or 25a WpHG does not involve a loss of the voting right. However, the person who is obliged to make the notification may be fined with an amount up to 1 million Euro, if he intentionally or carelessly does not fulfill the notification obligation, does not fulfill it correctly, completely, not in the prescribed manner or not in time. Whosoever intentionally or carelessly violates the obligation of disclosure of existing holdings must expect a fine in the amount up to 200,000 Euro.

Furthermore, it should be noted that the new notification obligations for financial instruments and other 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.

Zu beachten ist auch, dass die neue Meldepflicht für Finanzinstrumente und sonstige Instrumente 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.

Sicherstellung der Mitarbeiterqualifikation, Eingriffsrechte der BaFin

Das Gesetz zielt ferner darauf ab, eine ausreichende Qualifikation und Zuverlässigkeit der Personen sicherzustellen, die Anlageberatung gegenüber Kunden erbringen. Der neue § 34d WpHG konkretisiert für Mitarbeiter in der Anlageberatung, Vertriebsbeauftragte und Compliance-Beauftragte die grundsätzliche Verpflichtung der Wertpapierdienstleistungsunternehmen, nur geeignete Mitarbeiter einzusetzen. Dies fördert ein einheitliches Mindestniveau der an diese Mitarbeiter gestellten Anforderungen. Das Gesetz räumt der BaFin bei Feststellung von Missständen weitreichende Eingriffsrechte ein. Um diese weitreichenden Eingriffsrechte zu unterstützen, sind Anlageberater, Vertriebsbeauftragte und Compliance-Beauftragte bei der BaFin zu registrieren und Veränderungen anzuzeigen.

Nach dem neuen § 34d WpHG darf ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen einen Mitarbeiter nur dann mit der Anlageberatung betrauen, wenn dieser sachkundig ist und über die für die Tätigkeit erforderliche Zuverlässigkeit verfügt. Die Begründung des Regierungsentwurfs führt hierzu aus: „Bei den unvoreingenommenen Empfehlungen, die im Rahmen einer Anlageberatung gegeben werden müssen, kommt dem Mitarbeiter, der diese Wertpapierdienstleistung gegenüber dem Kunden erbringt, eine Schlüsselposition zu. Neben der notwendigen Sachkunde erfordert die besondere Vertrauensempfindlichkeit der Anlageberatung auch Zuverlässigkeit und Integrität des Mitarbeiters.“

Ensuring of Employee Qualifications, Rights of Intervention of the BaFin

The Act furthermore aims to insure adequate qualification and reliability of individuals entrusted with investment advice towards customers. For employees working in investment advice, employees responsible for sales activities and compliance officers the new Section 34d WpHG specifies a general obligation for investment service providers to employ qualified staff only. This aims to ensure a consistent minimum level of the requirements that can be expected by those employees. The Act grants extensive rights of intervention to the German supervisory authority BaFin in case BaFin determines breaches. To support those extensive rights of intervention, investment advisors, employees responsible for sales activities and compliance officers have to be registered with BaFin, with any changes having to be reported.

Under the new Section 34d WpHG investment service providers may only entrust employees with investment advice if those employees has expert knowledge and the necessary reliability for this task. The explanatory memorandum of the Government's Draft elaborates on this matter as follows: "When giving impartial advice in the course of investment advice, the employee having to perform this investment service towards the customer plays a key role. Besides necessary expert knowledge the particular sensitivity of investment advice also calls for reliability and integrity of the employee."

The Act's language does not state what constitutes the required expert knowledge. However, rules on this question can be found in the "Regulation on the Employment of Investment Advisers, Employees Responsible for Sales and Compliance Officers and the Obligations of Disclosure according to Section 34d WpHG" (WpHGMAAnzV), which was presented as a bill in May 2010. The text of this bill divides the necessary expert knowledge into three sections:

- **Customer advice** – this includes determination of customers' demands, solution possibilities, product presentation and information on the product as well as service expectations, customer interview preparations, customer contacts, customer interviews and customer service;

Wann die Sachkunde vorliegt, ergibt sich aus dem Gesetz nicht. Regelungen zu dieser Frage finden sich aber in der im Mai 2010 im Entwurf vorgelegten „Verordnung über den Einsatz von Mitarbeitern in der Anlageberatung, als Vertriebsbeauftragte und Compliance-Beauftragte und die Anzeigepflichten nach § 34d des Wertpapierhandelsgesetzes“ (WpHGMAAnzV). Der Text dieses Entwurfs unterteilt die erforderliche Sachkunde in drei Bereiche:

- **Kundenberatung** – hierzu zählen Bedarfsermittlung, Lösungsmöglichkeiten, Produktdarstellung und Information, sowie Serviceerwartungen des Kunden, Besuchsvorbereitung, Kundenkontakte, Kundengespräch und Kundenbetreuung;
- **Rechtliche Grundlagen der Anlageberatung** – hierzu zählen Vertragsrecht und einschlägige Vorschriften des Wertpapierhandelsgesetzes, die bei der Anlageberatung oder der Anbahnung der Anlageberatung zu beachten sind;
- **Fachliche Grundlagen** – hierzu zählen Kenntnisse der Funktionsweise der Finanzinstrumente, der Risiken der Finanzinstrumente und der Gesamtheit aller im Zusammenhang mit den Geschäften anfallenden Kosten entsprechend der Finanzinstrumente und Geschäfte, zu denen Anlageberatung erbracht werden soll.

Der Entwurf der WpHGMAAnzV sieht noch vor, dass die Sachkunde des Mitarbeiters eines Nachweises bedarf. Der Finanzausschuss des Bundestags hat in seiner Beschlussempfehlung vom 9. Februar 2011 aber empfohlen, die Regelungen zur Registrierung der Anlageberater zu verschlanken und auf eine Bestätigung des Erfüllens von Sachkunde- und Zuverlässigkeitsanforderungen gegenüber der BaFin zu verzichten. Es ist deshalb damit zu rechnen, dass auch die entsprechenden Nachweisverpflichtungen aus der WpHGMAAnzV gestrichen werden dürften.

Arbeitsrechtlich problematisch sind die in § 34d Abs. 4 WpHG normierten Eingriffsbefugnisse der BaFin. Der neue § 34d Abs. 4 Nr. 1 WpHG weist der BaFin die Kompetenz zu, dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen den Einsatz von Mitarbeitern zu untersagen, die nicht den gesetzlichen Anforderungen genügen. Der Gesetzgeber verspricht sich hiervon eine Abschreckungswirkung, die vorbeugend zur Disziplinierung der Mitarbeiter wie auch der Wertpapierdienstleistungsunternehmen beiträgt.

- **Legal basics of investment advice** – this includes contract law and relevant provisions of the Security Trading Act that have to be considered when performing investment advice or during the initiation of the investment advice;
- **Technical basics** – this includes knowledge of the mode of operation of the financial instruments, the risks of the financial instruments and the total of all costs arising in the context of the investment associated with the financial instruments and concrete investments that the individual advises on.

According to the bill of the WpHGMAAnzV the employee's expert knowledge must also be proven towards BaFin. However, in its recommendation dated February 09, 2011 the Finance Committee of the German Bundestag suggested slimming down the regulations on registration of the investment advisors and abandoning the confirmation towards the BaFin that the requirements regarding expert knowledge and reliability are met. In the light of this it can be expected that the corresponding obligations of proof will also be crossed out of the WpHGMAAnzV.

Problems in terms of labor law arise from BaFin's rights of intervention as set out in Section 34d para. 4 WpHG. The new Section 34d para. 4 no. 1 WpHG gives BaFin the right to prohibit investment service providers to employ staff that does not meet the statutory requirements. The legislator expects a deterrence effect to result from this far-reaching right, contributing to the disciplining of employees as well as investment service providers.

The new Section 34d para. 4 no. 2 WpHG creates possibilities of sanction for BaFin to punish breaches of the obligations of good behavior set out in Chapter 6 WpHG. In case of a serious breach and in the interest of investors' protection BaFin can temporarily – for a duration of up to two years – prohibit the investment service provider to employ the respective employee in the function, in which the employee's tasks demand a special level of trust (e.g. as investment adviser). However, the legislator clarifies that such prohibition can only be considered in serious cases.

Der neue § 34d Abs. 4 Nr. 2 WpHG schafft Sanktionsmöglichkeiten für die BaFin, um Verstöße gegen die Wohlverhaltenspflichten des sechsten Abschnitts des Wertpapierhandelsgesetzes zu ahnden. Bei gewichtigen Verstößen gegen Pflichten kann die BaFin zum Schutz der Anleger, dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen vorübergehend – von einer Dauer von bis zu zwei Jahren – untersagen, den betreffenden Mitarbeiter in der jeweiligen Tätigkeit, in der er besonderes Vertrauen in Anspruch nimmt, einzusetzen. Der Gesetzgeber stellt aber klar, dass eine solche Untersagung nur in schwerwiegenden Fällen in Betracht kommt.

Diese weitreichenden Eingriffsmöglichkeiten der BaFin können zu anspruchsvollen arbeitsrechtlichen Fragen führen. So stellt sich z. B. im Falle einer Untersagung nach § 34d Abs. 4 Nr. 2 WpHG die Frage, wie mit dem Arbeitnehmer zu verfahren ist, der nicht mehr auf dem möglicherweise arbeitsvertraglich zugesagten Arbeitsplatz eingesetzt werden kann. Angesichts der Vielzahl denkbarer Szenarien, verbietet sich eine pauschale Antwort. Vielmehr bedarf jeder Einzelfall einer Bewertung auf Grundlage der jeweiligen Fakten.

BaFin's extensive rights of intervention can lead to challenging questions concerning labor law. For example, a prohibition according to Section 34d para. 4 no. 2 WpHG, raises the question of how to deal with the employee while he/she cannot be employed in the function that may have been promised under the employment contract. Given the complexity of possible scenarios in this regard, there are no straight forward or one-size-fits all answers to these questions. Each case must be individually assessed on its facts.

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. Ulrike Binder

T: +49 69 7941 1297

ubinder@mayerbrown.com

Dr. Benedikt Weiser

T: +49 69 7941 1637

bweiser@mayerbrown.com

Dr. Nicolas Rößler

T: +49 69 7941 2231

nroessler@mayerbrown.com

Mayer Brown is a leading global law firm serving many of the world's largest companies, including a significant portion 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, São Paulo, Washington DC

ASIA: Bangkok, Beijing, Guangzhou, Hanoi, Ho Chi Minh City, Hong Kong, Shanghai

EUROPE: Berlin, Brussels, Cologne, Frankfurt, London, Paris

TAUIL & CHEQUER ADVOGADOS in association with Mayer Brown LLP: São Paulo, Rio de Janeiro

ALLIANCE LAW FIRMS: 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

Mayer Brown is a global legal services organization comprising legal practices that are separate entities (the Mayer Brown Practices). The Mayer Brown Practices are: Mayer Brown LLP, a limited liability partnership established in the United States; Mayer Brown International LLP, a limited liability partnership incorporated in England and Wales; Mayer Brown JSM, a Hong Kong partnership, and its associated entities in Asia; and Taull & Chequer Advogados, a Brazilian law partnership with which Mayer Brown is associated. "Mayer Brown" and the Mayer Brown logo are the trademarks of the Mayer Brown Practices in their respective jurisdictions.

This Mayer Brown 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.

© 2011. The Mayer Brown Practices. All rights reserved.