

Kapitalmarktrecht | Mai 2010

Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts und Gesetz zur Stärkung der Stabilität der Finanzmärkte

I. Einleitung

Die Finanzmarktkrise hat gezeigt, dass dem Vertrauen in die Integrität und Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte eine große Bedeutung zukommt. Unzureichende Aufsicht und Transparenz können das Vertrauen in die Leistungsfähigkeit von Finanzmärkten untergraben. Vor diesem Hintergrund hat das Bundesfinanzministerium in sehr kurzer Zeit zwei Gesetzentwürfe vorgelegt:

- am 3. Mai 2010 den Diskussionsentwurf für ein „Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts“¹ und
- am 21. Mai 2010 den Diskussionsentwurf für ein „Gesetz zur Stärkung der Stabilität der Finanzmärkte“ (Finanzmarktstabilitätsstärkungsgesetz).

Der als erstes vorgelegte Gesetzentwurf befasst sich im Wesentlichen mit den folgenden fünf Themenbereichen: Verbot ungedeckter Leerverkäufe sowie Transparenzvorschriften für gedeckte Leerverkäufe, Mitteilungspflichten für Finanzinstrumente, die bislang das „Anschleichen“ an ein Unternehmen ermöglichten, strengere Regulierung des Grauen Kapitalmarkts, anlegergerechte Beratung sowie eine Überarbeitung des Rechts der offenen Immobilienfonds. Der Regierungsentwurf soll im Sommer 2010 verabschiedet werden.

Demgegenüber beschäftigt sich der Diskussionsentwurf des Finanzmarktstabilitätsstärkungsgesetzes ausschließlich mit Leerverkäufen sowie Verboten von bestimmten ungedeckten Kreditderivaten und Währungsderivaten auf den Euro, bei denen kein eigener Absicherungszweck besteht. Dies ist vor dem Hinter-

grund zu sehen, dass die BaFin auf Grundlage von § 4 WpHG mit Allgemeinverfügung vom 18. Mai 2010 unter anderem ungedeckte Leerverkäufe in Aktien bestimmter Unternehmen der Finanzbranche und in Schuldtiteln der Euro-Länder bis zum 31. März 2011 untersagt hatte.

Insofern baut der Diskussionsentwurf des Finanzmarktstabilitätsstärkungsgesetzes, dessen Verabschiedung vordringlich angestrebt wird, auf den Regelungen zu den Leerverkäufen in dem als erstes vorgelegten Diskussionsentwurf vom 3. Mai 2010 auf, geht aber über diese hinaus und macht den Vorgängerentwurf insofern hinfällig.

Den nachfolgenden Ausführungen zu den Leerverkäufen und den weiteren Verboten unter Ziffer II liegt der aktuelle Diskussionsentwurf des Finanzmarktstabilitätsstärkungsgesetzes zugrunde, während die Darstellung unter den Ziffern III bis VI auf dem zuvor veröffentlichten Diskussionsentwurf vom 3. Mai 2010 basiert.

II. Leerverkäufe sowie Kredit- und Währungsderivate

Durch das Finanzmarktstabilitätsstärkungsgesetz sollen bestimmte Transaktionen, die für die Stabilität der Finanzmärkte eine Bedrohung darstellen, verboten werden.

Durch die neu in das WpHG einzuführenden Vorschriften sollen daher zum einen ungedeckte Leerverkäufe von Aktien und Schuldtiteln von Staaten der Euro-Zone, die an einer inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt zugelassen sind, verboten werden.

Darüber hinaus soll ein zweistufiges Transparenzsystem für Netto-Leerverkaufspositionen eingeführt werden. Erfasst werden von dem Transparenzsystem so-

¹ Der Text des Diskussionsentwurfs kann im Internet unter www.edrucksachen.de/pdf/Anlegerschutz_Funktionsfaehigkeit_Kapitalmarkt.pdf abgerufen werden.

wohl gedeckte Leerverkaufspositionen in Aktien als auch Positionen in anderen Finanzinstrumenten, die wirtschaftlich einer Leerverkaufsposition in Aktien entsprechen.

Verboten werden sollen zudem auch zwei weitere Arten von Geschäften, die die Stabilität der Finanzmärkte gefährden und gesamtwirtschaftlich schädliche Anreize für die Finanzmarktakteure setzen können: der Abschluss von bestimmten ungedeckten Kreditausfallversicherungen auf Verbindlichkeiten von EU-Mitgliedstaaten (sog. *Credit Default Swaps*, CDS) sowie Währungsderivate auf den Euro, bei denen kein eigener Absicherungszweck besteht.

Flankiert werden diese neuen Regelungen durch § 4a WpHG-E, wonach die Bundesanstalt die Befugnis erhalten soll, im Benehmen mit der Deutschen Bundesbank den Handel in Finanzinstrumenten vorübergehend zu untersagen oder den Handel an Märkten, an denen solche Finanzinstrumente gehandelt werden, vorübergehend auszusetzen, soweit Nachteile für die Stabilität der Finanzmärkte zu befürchten sind oder das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte erschüttert werden könnte. Hintergrund für diese Regelung ist, dass Geschäfte in Finanzinstrumenten unter bestimmten Konstellationen hinsichtlich des Preises anderer Finanzinstrumente trendverstärkend wirken können, selbst wenn diese an sich keine Verstöße gegen Ge- oder Verbote des WpHG darstellen. Dies kann unter bestimmten Umständen zu einer erhöhten Anfälligkeit der Finanzmärkte etwa gegen spekulative Geschäfte führen und so Kernfunktionen der Märkte, z.B. die geregelte Kapitalallokation der Marktteilnehmer, gefährden.

1. Verbot ungedeckter Leerverkäufe

Nach dem Diskussionsentwurf sollen ungedeckte Leerverkäufe in

- (i) Aktien oder
- (ii) Schuldtiteln, die von Zentralregierungen, Regionalregierungen und örtlichen Gebietskörperschaften von Mitgliedstaaten der Europäischen Union, deren gesetzliche Währung der Euro ist, ausgegeben wurden,

die an einer inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt zugelassen und in den Handel eingeführt sind, verboten werden (§ 30h Abs. 1 S. 1 WpHG-E). Dieses Verbot soll auch für Geschäfte in Derivaten gelten, deren Wert sich unmittelbar oder mittelbar vom Preis von Aktien ableitet und die bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise einem Leerverkauf im Sinne der Vorschrift entsprechen (§ 30h Abs. 2 WpHG-E).

Ein ungedeckter Leerverkauf liegt nach dem Diskussionsentwurf vor, wenn der Verkäufer der betreffenden Wertpapiere zum Zeitpunkt des Abschlusses des jeweiligen Geschäfts nicht Eigentümer der verkauften Wertpapiere ist oder keinen schuldrechtlich oder sachenrechtlich unbedingt durchsetzbaren Anspruch auf Übereignung einer entsprechenden Anzahl von Wertpapieren gleicher Gattung hat (§ 30h Abs. 1 S. 3 WpHG-E).

Nicht erfasst von diesem Verbot sind indes Aktien von Unternehmen mit Sitz im Ausland, soweit die Aktien nicht ausschließlich an einer inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt zugelassen sind (§ 30h Abs. 1 S. 2 WpHG-E). Ausgenommen vom Verbot sind zudem Geschäfte von sog. Market Makern und Skontroführern, also Personen, die „sich vertraglich verpflichtet haben, dauerhaft Finanzinstrumente im Wege des Eigenhandels zu selbst gestellten Preisen zu kaufen oder zu verkaufen, soweit das jeweilige Geschäft zur Erfüllung dieser vertraglichen Pflichten erforderlich ist, sowie Geschäfte, welche Handelsteilnehmer zur Erfüllung eines zu einem festen oder bestimmbar Preis abgeschlossenen Geschäfts in Finanzinstrumenten mit einem Kunden (Festpreisgeschäft) vereinbaren“ (§ 30h Abs. 3 WpHG-E).

2. Transparenz für gedeckte Leerverkäufe

Zudem soll für gedeckte Leerverkäufe in Aktien sowie in Finanzinstrumente, die wirtschaftlich einer Leerverkaufsposition in Aktien entsprechen, ein zweistufiges Transparenzsystem geschaffen werden. Die erste Stufe führt lediglich zu einer Unterrichtung der BaFin, die zweite Stufe besteht in der Veröffentlichung von Leerverkaufspositionen. Netto-Leerverkaufspositionen, die eine Höhe von 0,2 % der ausgegebenen Aktien eines Unternehmens erreichen, überschreiten oder unter-

schreiten, sind der BaFin mitzuteilen. Bei Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten einer 0,5 % Grenze ist zusätzlich eine Veröffentlichung im elektronischen Bundesanzeiger erforderlich. Wird die Schwelle von 0,2 % bzw. 0,5 % um jeweils 0,1 % überschritten oder unterschritten, hat wiederum eine entsprechende Mitteilung, beziehungsweise Mitteilung und Veröffentlichung, zu erfolgen. Erfasst sind hiervon nur Unternehmen, die an einer inländischen Börse zum Handel im regulierten Markt zugelassen sind (§ 30i Abs. 1 WpHG-E); Wertpapiere, die im Freiverkehr gehandelt werden, sind dagegen nicht betroffen.

Eine Netto-Leerverkaufsposition liegt vor, „wenn eine Saldierung aller durch ihren Inhaber gehaltenen Finanzinstrumente ergibt, dass sein ökonomisches Gesamtinteresse an den ausgegebenen Aktien des Unternehmens einer Leerverkaufsposition in Aktien entspricht“ (§ 30i Abs. 2 S. 1 WpHG-E). Erfasst werden also neben Leerverkaufspositionen in Aktien auch alle anderen Positionen, die im Ergebnis einer Leerverkaufsposition in Aktien entsprechen (z.B. Verkauf von Futures, Kauf von Verkaufsoptionen, Contracts for Difference, Swaps etc. Die Netto-Leerverkaufsposition ist täglich zum Ende des jeweiligen Handelstages im Sinne von § 30 Abs. 1 WpHG zu ermitteln und bis zum Ende des jeweils nächsten Handelstages (T+1) im Sinne von § 30 Abs. 1 WpHG mitzuteilen und zu veröffentlichen. Auf diese Weise wird sichergestellt, dass sowohl die Marktteilnehmer als auch die Aufsicht zeitnah über die bestehenden Positionen informiert werden. Eine Ermittlung von nur innerhalb des jeweiligen Handelstages bestehenden Positionen muss nicht erfolgen.

Ausgenommen von den Transparenzpflichten des § 30i WpHG-E sind wiederum die sog. Market Maker und Skontrofführer (§ 30i Abs. 4 WpHG-E).

3. Verbot von bestimmten Kreditderivaten

Nach dem Diskussionsentwurf des Finanzmarktstabilitätsstärkungsgesetzes soll es Sicherungsnehmern in § 30 j Abs. 1 WpHG-E verboten werden, Kreditderivate im Sinne von § 2 Abs. 2 Nr. 4 WpHG im Inland zu begründen oder rechtsgeschäftlich in solche einzutreten, soweit

(i) im Rahmen eines solchen Geschäfts der Sicherungsgeber dem Sicherungsnehmer bei Eintritt eines vorab spezifizierten Kreditereignisses eine Ausgleichszahlung zu leisten hat, unabhängig davon, ob die Ausgleichszahlung in Höhe des Nominalwertes gegen physische Lieferung einer Referenzverbindlichkeit, in Form eines Differenzausgleichs zu dem Restwert einer Referenzverbindlichkeit nach Eintritt des Kreditereignisses oder als fest vereinbarter Betrag erfolgt (*Credit Default Swap*), auch soweit dieser in eine Credit Linked Note oder einen Total Return Swap eingebettet ist,

und

(ii) als Referenzverbindlichkeit zumindest auch eine Verbindlichkeit von Zentralregierungen, Regionalregierungen und örtlichen Gebietskörperschaften von Mitgliedstaaten der Europäischen Union, deren gesetzliche Währung der Euro ist, dient.

Das Verbot des Abschlusses bestimmter Kreditderivate im Inland ergänzt damit das Leerverkaufsverbot des § 30h WpHG-E. Um die Absicherungsfunktion der Kapitalmärkte nicht zu gefährden und Missständen entgegenzuwirken, soll die vertragliche Begründung von Credit Default Swaps zukünftig auf Geschäfte beschränkt werden, die – wirtschaftlich betrachtet – eine Absicherungsfunktion haben, bei der es zu einer tatsächlichen und nicht nur unwesentlichen Reduktion von Kreditrisiken kommt (vgl. § 30j Abs. 2 WpHG-E). Das Verbot ist daher auf solche Geschäfte beschränkt, bei denen kein oder nur ein untergeordneter Sicherungszweck angenommen werden kann. Denn da der Wert von CDS mit der Wahrscheinlichkeit des Kreditausfalls steigt, kann derjenige, der diese ohne eigenen Absicherungszweck erwirbt, ein Interesse an einem Verfall der Kreditwürdigkeit des Schuldners haben, so dass ungedeckte CDS besonders geeignet für eine Verstärkung von negativen Markttendenzen bis hin zum Einsatz bei Marktmanipulationen sind.

Aufgrund des fehlenden Bezugs zu einem regulierten Markt im Inland soll im Rahmen dieses Verbotstatbestands auf den Ort der das Kreditderivat begründenden Handlung abgestellt werden.

Die Übergangsbestimmung in § 42b WpHG-E sieht vor, dass von dem Verbot solche Geschäfte ausgenommen sind, die der Glattstellung von Positionen in einem

betreffenden Kreditderivat dienen, aus denen dem Sicherungsnehmer bereits vor dem Inkrafttreten des Gesetzes Rechte und Pflichten erwachsen sind sowie Geschäfte in bereits vor diesem Zeitpunkt emittierten Credit Linked Notes.

4. Verbot von bestimmten Währungsderivaten

Schließlich enthält der Diskussionsentwurf des Finanzmarktstabilitätsstärkungsgesetzes das Verbot, Währungsderivate im Sinne des § 2 Abs. 2 Nr. 1 lit. b, d oder e WpHG, deren Wert sich unmittelbar oder mittelbar vom Devisenpreis des Euro ableitet, abzuschließen oder in solche rechtsgeschäftlich einzutreten, soweit diese Derivate nicht der Absicherung eigener Währungsrisiken dienen (§ 30k Abs. 1 WpHG-E).

Ausgenommen von den Verboten sind wiederum Geschäfte von Market Makern (§ 30k Abs. 2 WpHG-E).

Die Ergänzung des Leerverkaufsverbots des § 30h WpHG-E und des Verbots bestimmter Kreditderivate nach § 30j WpHG-E durch das Verbot des Abschlusses bestimmter Währungsderivate soll erfolgen, weil das Eingehen von nicht durch eigene Absicherungsinteressen legitimierten Positionen mittels Derivaten auf den Euro geeignet ist, Kursturbulenzen des Euro zu verstärken und eine weitere Destabilisierung des Finanzmarktes in der Euro-Zone herbeizuführen.

Um die weiterhin erforderliche Absicherungsfunktion von Währungsderivaten nicht zu gefährden, sollen allerdings Termingeschäfte auf den Euro, die zur Absicherung eigener Währungsrisiken dienen, von dem Verbot ausgenommen werden.

Auch hier bestimmt eine Übergangsvorschrift in § 42c WpHG-E, dass von dem Verbot Geschäfte ausgenommen sind, die der Glattstellung von Positionen in einem Währungsderivat dienen, aus denen dem Betroffenen schon vor dem Inkrafttreten des Gesetzes Rechte und Pflichten erwachsen sind.

5. Sanktionen

Für den Fall von Verstößen gegen das Verbot und Verletzungen der Melde- und Veröffentlichungspflichten bei Leerverkäufen sind effektive Sanktionen vorgesehen, um eine Einhaltung zu gewährleisten. Vorsätzliche

und leichtfertige Verstöße werden mit Bußgeldern bis 200.000 bzw. 500.000 Euro geahndet (§ 39 Abs. 2 Nr. 2 lit. m), Nr. 5 lit. f) sowie Nr. 14a bis 14c i.V.m. Abs. 4 WpHG-E).

III. Anschleichen an Unternehmen

Die deutschen Vorschriften zur Beteiligungstransparenz erfassen bislang neben Aktien mit Stimmrechten nur solche Finanzinstrumente, die ihrem Inhaber aufgrund einer rechtlich bindenden Vereinbarung das Recht verleihen, mit Stimmrechten verbundene, bereits ausgegebene Aktien zu erwerben. Hier besteht de lege lata eine Regelungslücke. In der Vergangenheit wurde diese Lücke wiederholt ausgenutzt, um Bietern im Rahmen von Übernahmetransaktionen zu ermöglichen, sich unbemerkt an ein Unternehmen „anzuschleichen“, so bspw. im Fall der Übernahme der Continental Aktiengesellschaft durch die Schaeffler-Gruppe. Die Folgen waren zum einen, dass der Bieter, zu einem für den Markt überraschenden Zeitpunkt, bekannt gab, schon eine bedeutende wirtschaftliche Anteils- und Herrschaftsposition an dem Übernahmekandidaten inne zu haben. Zum anderen kam es zu einem spürbaren Rückgang der Liquidität dieser Anteile an den Börsen. Ziel des vom Bundesfinanzministerium vorgelegten Reformvorschlages ist es nicht, solche Finanzinstrumente zu verbieten, sondern sie den geltenden Regeln der Kapitalmarkttransparenz zu unterwerfen. Erfasst werden nach dem Vorschlag nicht nur Finanzinstrumente nach § 2 Abs. 2b WpHG, sondern auch alle sonstigen Instrumente, die ihrem Inhaber ein Recht zum Erwerb von mit Stimmrechten verbundenen Aktien gewähren, sowie Finanzinstrumente und sonstige Instrumente, die ihrem Inhaber lediglich eine Erwerbsmöglichkeit vermitteln.

1. Mitteilungspflichten nach dem WpHG-E

Der Entwurf des Bundesfinanzministeriums enthält vor allem Änderungen in Bezug auf Mitteilungspflichten. Die bestehende Pflicht aus § 25 Abs. 1 WpHG wird ergänzt um eine Mitteilungspflicht für sonstige Instrumente, d.h. Instrumente, die nicht unter den Finanzinstrumentebegriff des § 2 Abs. 2b WpHG fallen. Soweit diese Instrumente ihrem Inhaber einseitig im Rahmen rechtlich bindender Vereinbarungen das Recht verlei-

hen, mit Stimmrechten verbundene, bereits ausgegebene Aktien zu erwerben, hat der Inhaber dies unverzüglich dem Emittenten und der BaFin mitzuteilen. Ob er die Instrumente unmittelbar oder mittelbar hält, ist wie im bisherigen § 25 Abs. 1 WpHG unerheblich. Erfasst werden sollen vor allem Rückforderungsansprüche aus einem Wertpapierdarlehen sowie Rückkaufvereinbarungen bei Repo-Geschäften. Hat der Inhaber der Instrumente gleichzeitig ein Angebot nach dem WpÜG abgegeben, ist er verpflichtet, die Zahl der Stimmrechte, die er aufgrund dieser Instrumente erwerben kann, im Rahmen der „Wasserstandsmeldung“ nach § 23 Abs. 1 WpÜG zu veröffentlichen. Die Mitteilungspflicht nach WpHG entfällt in diesem Fall.

Neuland beschreitet der Entwurf in § 25a WpHG-E. Der Entwurf sieht eine Mitteilungspflicht entsprechend den Pflichten aus § 25 WpHG vor, wenn der Inhaber aus den Instrumenten nicht bloß einen rechtlich bindenden Anspruch auf die Aktien erhält, sondern schon, wenn ihm das Instrument aufgrund seiner Ausgestaltung lediglich ermöglicht, die entsprechenden Aktien zu erwerben (§ 25a Abs. 1 S. 1 WpHG-E). Die Eingangsmeldeschwelle liegt wie bei § 25 Abs. 1 WpHG-E ebenfalls bei 5 %. Der Hauptunterschied zwischen § 25 WpHG-E und § 25a WpHG-E besteht in dem Tatbestand der bloßen Erwerbsmöglichkeit im Gegensatz zu der rechtlich bindenden Vereinbarung im Fall des § 25 WpHG-E. Unerheblich soll nach dem Vorschlag sein, ob die Instrumente statt der Lieferung von Aktien ggf. auch nur einen Barausgleich vorsehen oder ermöglichen. Erfasst werden nach der Gesetzesbegründung Contracts for Difference; Swaps; Call-Optionen mit Cash Settlement; Stillhalterposition bei Put-Optionen; Finanzprodukte, die sich auf Baskets oder Indizes beziehen; Fälle des Kettenerwerbs von Finanzinstrumenten sowie Fälle, in denen es Dritten ermöglicht wird, Stimmrechte aufgrund der Instrumente zu erlangen.

Die sehr allgemein gehaltene Regelung des § 25a Abs. 1 S. 1 WpHG-E, die sicherstellen soll, dass Umgehungen des gesetzgeberischen Zwecks vermieden werden, wird in § 25a Abs. 1 S. 2 WpHG-E anhand von zwei Fallbeispielen konkretisiert. Danach soll ein „Ermöglichen“ bereits vorliegen, wenn die Gegenseite ihre Risiken aus dem Geschäft ausschließen oder vermindern könnte, falls sie die Aktien physisch halten würde. Ein tatsächli-

ches Halten ist nicht erforderlich, es kommt nur darauf an, ob eine Möglichkeit des Risikoausschlusses oder der Risikoverringerung besteht. Ein „Ermöglichen“ soll ebenfalls gegeben sein, falls das Instrument dem Inhaber ein Recht zum Erwerb von Aktien vermittelt oder eine Erwerbspflicht begründet. Als ausreichend sieht es die Begründung des Entwurfs hier an, wenn der Erwerb aus der Ausgestaltung des Instruments und seiner wirtschaftlichen Logik resultiert. Ein öffentliches Übernahmeangebot nach dem WpÜG stellt allerdings gemäß § 25a Abs. 1 Satz 3 WpHG-E keinen Fall des „Ermöglichen“ dar.

Problematisch gestaltet sich die Berechnung der Höhe der mitteilungspflichtigen Stimmrechtsanteile. Der Entwurf sieht vor, dass entweder die konkrete Anzahl der Aktien, auf die sich das Instrument bezieht oder, sofern sich dies nicht aus dem Vertrag oder Instrument ergibt, diejenige Anzahl an Aktien, die die Gegenseite zur vollständigen Absicherung des Instruments im Zeitpunkt des Erwerbs des Instruments halten müsste, für die Mitteilungspflicht maßgeblich ist. Eine laufende Neuberechnung je nach der Wertentwicklung einer Call-Option im Zeitablauf ist also nicht erforderlich. Näheres zur Berechnung der Stimmrechtsanteile kann das Bundesfinanzministerium in einer Verordnung regeln (§ 25a Abs. 4 WpHG-E). Anders als bei § 25 WpHG sieht § 25a WpHG-E keine Aggregation der nach § 25a WpHG-E meldepflichtigen Stimmrechte mit denjenigen Stimmrechten, die nach §§ 21 ff., 25 WpHG zu melden sind, vor. Eine Zusammenrechnung sämtlicher Stimmrechtsanteile würde nach Auffassung des Gesetzgebers einen unzutreffenden Eindruck von den Beteiligungsverhältnissen vermitteln, denn anders als nach § 25 WpHG besteht eben bei den Instrumenten des § 25a WpHG-E gerade kein Anspruch des Meldepflichtigen auf die Stimmrechte.

Eine Ausnahme von der Mitteilungspflicht sieht § 25a Abs. 3 WpHG-E für Instrumente vor, die von einem Wertpapierdienstleistungsunternehmen gehalten werden, soweit diese im Rahmen einer dauernden und wiederholten Emissionstätigkeit des Unternehmens und gegenüber einer Vielzahl von Kunden entstanden sind (Emittentenprivileg). Das Emittentenprivileg soll nur dann nicht gelten, wenn das Wertpapierdienstleistungsunternehmen die Instrumente außerhalb seines

regelmäßigen Geschäftsbetriebs, etwa zum Zweck der Vorbereitung einer Übernahme oder einer strategischen Beteiligung im eigenen Interesse oder im Kundenauftrag, abschließt. Näheres kann wiederum in einer Verordnung des Bundesfinanzministeriums geregelt werden.

Für Inhaber von Instrumenten im Sinne des § 25a WpHG-E, die bereits vor Inkrafttreten der Änderung erworben wurden, sieht der Entwurf eine Übergangsregelung vor. Eine der regulären Mitteilung gemäß § 25a WpHG-E entsprechende Mitteilung ist unverzüglich, spätestens jedoch innerhalb von 30 Handelstagen, zu machen (§ 41 Abs. 4d WpHG-E).

2. Änderungen des WpÜG und der WpÜG-Angebotsverordnung

Im WpÜG sind Folgeänderungen für die erweiterte Mitteilungspflicht vorgesehen. § 23 Abs. 1 S. 1 WpÜG soll um die nach §§ 25 und 25a WpHG-E bestehenden Mitteilungspflichten ergänzt werden. Hat der Inhaber von Instrumenten nach den §§ 25 und 25a WpHG-E ein Angebot nach dem WpÜG abgegeben, ist er verpflichtet, die Höhe der mitzuteilenden Stimmrechtsanteile im Rahmen der sogenannten „Wasserstandsmeldungen“ zu veröffentlichen. Eine Mitteilungspflicht nach den §§ 25, 25a WpHG besteht dann nicht mehr. Der Bieter ist aber nicht nur im Rahmen der „Wasserstandsmeldung“ verpflichtet, für Transparenz zu sorgen, sondern auch schon durch eine entsprechende Angabe in der Angebotsunterlage (§ 2 Nr. 5 WpÜG-Angebotsverordnung-E).

3. Sanktionen

Wird die Mitteilung nach § 25a WpHG-E nicht, nicht richtig, nicht vollständig, nicht in der vorgeschriebenen Art und Weise oder nicht rechtzeitig gemacht, stellt dies nach § 39 Abs. 2 Nr. 2 lit. f) WpHG-E eine Ordnungswidrigkeit dar. Nach § 39 Abs. 4 WpHG-E kann die Geldbuße in diesem Fall bis zu 500.000 Euro betragen. Damit will der Gesetzgeber sicherstellen, dass eine Nichtbefolgung der Mitteilungspflicht auch bei größeren Übernahmetransaktionen und den mit diesen verbundenen hohen Gewinnmöglichkeiten mit einer spürbaren Geldbuße einhergeht und so eventuellen Umge-

hungen vorgebeugt wird. Dieser Maximalbetrag soll aus Gründen des Gleichlaufs zukünftig für die Verletzung sämtlicher Mitteilungspflichten nach den §§ 21 ff. WpHG gelten, was eine signifikante Anhebung gegenüber dem derzeitigen Maximalbetrag in Höhe von bis zu 200.000 Euro darstellt. Wie bei der Mitteilungspflicht nach § 25 WpHG hat der Gesetzgeber aber davon abgesehen, als weitere Sanktion den Rechtsverlust nach dem Vorbild des § 28 WpHG anzuordnen. D.h. der Investor, der Geschäfte nach § 25a WpHG-E nicht meldet, muss keinesfalls befürchten, dass ihm die Stimmrechte aus den Aktien (wenn er sie denn später erwirbt) auf der Hauptversammlung des Emittenten oder in einem sich an diese anschließenden Anfechtungsverfahren streitig gemacht werden.

IV. Grauer Kapitalmarkt

Durch zu geringe Regulierung seien Anleger durch unseriöse Produkthanbieter und Produktvertreiber gefährdet, so die Begründung zum Entwurf. Diesem Problem will der Diskussionsentwurf durch die Erstreckung bestimmter im regulierten Bereich bereits geltender Vorschriften auf den sogenannten „Grauen Kapitalmarkt“ begegnen. Zudem sollen die Sonderverjährungsvorschriften für Schadensersatzansprüche aufgrund fehlerhafter Prospekte für Produkte des Grauen Kapitalmarktes aufgehoben werden. Dies soll insgesamt den Anlegerschutz verbessern. Im Einzelnen:

1. Verhaltens- und Organisationspflichten

Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute sollen auch bei der Vermittlung von Graumarktprodukten die Vorschriften des WpHG erfüllen. Bislang unterliegen diese Produkte allenfalls einer Regulierung durch das Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz (VerkaufsprospektG) und durch die Gewerbeordnung. Der Entwurf erweitert dazu die Legaldefinition „Finanzinstrumente“. Erfasst werden sollen auch Anteile an Vermögensanlagen, für die eine Prospektspflicht nach § 8f VerkaufsprospektG besteht (§ 2 Abs. 2b WpHG-E). Dies hat zur Folge, dass nun auch für diese Graumarktprodukte die Verhaltens- und Organisationspflichten des 6. Abschnitts des WpHG gelten: Insbesondere zu beachten sind also das Gebot der anlegergerechten Beratung, die Pflicht zur

Offenlegung von Provisionen sowie das Führen eines Beratungsprotokolls.

2. Aufsicht

Des Weiteren sollen die Erbringer von Dienstleistungen im Zusammenhang mit Graumarktprodukten auch der Aufsicht der BaFin nach dem KWG unterliegen. Dazu soll auch der Begriff des „Finanzinstruments“ in § 1 Abs. 11 KWG erweitert werden. Erfasst sind nach diesem Vorschlag nun auch Anteile an Vermögensanlagen, für die eine Prospektspflicht nach § 8f VerkaufsprospektG besteht. Die auch hier bisher nur eingeschränkte Aufsicht nach dem VerkaufsprospektG wird somit zu einer Solvenz- und Marktaufsicht durch die BaFin erweitert. Eine Institutsaufsicht für Dienstleistungen, die im Rahmen der Emission und Verwaltung von Vermögensanlagen im Sinne des § 8f VerkaufsprospektG typischerweise durch vom Anbieter eingeschaltete Dritte wie etwa Treuhandgesellschaften erbracht werden, sei indes für den Anlegerschutz nicht erforderlich und werde zu einer unverhältnismäßigen Belastung zahlreicher Fondsanbieter führen. Daher sollen die Ausnahmetatbestände in § 2 Abs. 1 und Abs. 6 KWG-E auf Unternehmen erweitert werden, die ausschließlich solche Dienstleistungen erbringen.

3. Streichung der Sonderverjährungsvorschriften

Ebenfalls zur Verbesserung des Anlegerschutzniveaus soll die Streichung der kurzen Sonderverjährungsvorschriften für Schadensersatzansprüche aufgrund fehlerhafter Prospekte für Produkte des Grauen Kapitalmarktes beitragen. Die Verjährung für Schadensersatzansprüche wegen fehlerhafter Wertpapier- oder Verkaufsprospekte soll an die allgemeinen Verjährungsregeln angepasst werden. Dazu sollen § 46 BörsenG und § 13a Abs. 5 VerkaufsprospektG aufgehoben werden.

4. Ausweitung der Prüfungskompetenz der BaFin

Aufgrund einer Änderung des § 8i Abs. 2 S. 3-5, Abs. 4a VerkaufsprospektG soll die BaFin zudem künftig Prospekte für Vermögensanlagen im Sinne des VerkaufsprospektG nicht mehr nur auf Vollständigkeit hin prü-

fen, sondern auch eine Prüfung der Kohärenz und Verständlichkeit der nach § 8g Abs. 1 VerkaufsprospektG erforderlichen Prospektangaben durchführen. Damit wird die Prüfungskompetenz der BaFin auf das bei der Prüfung von Wertpapierprospekten nach § 13 Wertpapierprospektgesetz (WpPG) bestehende Niveau angehoben.

V. Anlegergerechte Beratung

Der Diskussionsentwurf bemängelt zudem, dass das Gebot der anlegergerechten Beratung in der Praxis nicht genügend Beachtung finde. Insbesondere stünden in der Anlegerberatungspraxis nicht die Interessen des Kunden im Vordergrund; die Berater würden vielmehr von Vertriebsvorgaben und Provisionsinteressen geleitet. Diesem Missstand möchte der Diskussionsentwurf wie folgt begegnen:

1. Informationsblatt

Vor Abschluss eines Geschäfts über Finanzinstrumente soll dem Kunden ein kurzes und leicht verständliches Informationsblatt über das jeweilige Finanzinstrument zur Verfügung gestellt werden (§ 31 Abs. 3 S. 4 WpHG-E; zum Inhalt und zu der formalen Darstellung im Informationsblatts siehe § 5a Wertpapierdienstleistungs-Verhaltens- und Organisationsverordnung-E (WpDVerOV-E)).

2. Geeignete Finanzinstrumente und Wertpapierdienstleistungen

Zudem soll ein „Wertpapierdienstleistungsunternehmen (...) seinen Kunden nur Finanzinstrumente und Wertpapierdienstleistungen empfehlen, die nach den eingeholten Informationen für den Kunden geeignet sind“ (§ 31 Abs. 4a WpHG-E).

3. Vertriebsvorgaben

Vertriebsvorgaben sind außerdem so auszugestalten, dass Kundeninteressen nicht beeinträchtigt werden (§ 33 Abs. 1 S. 2 Nr. 3a WpHG-E). Wertpapierdienstleistungsunternehmen sollen künftig die Anleger darüber informieren müssen, ob bei der Auswahl der präsentierten Finanzinstrumente „Einschränkungen hin-

sichtlich der Finanzinstrumente, der Emittenten oder der Wertpapierdienstleistungen, die berücksichtigt werden können, bestehen und ob bestimmte Finanzinstrumente, Emittenten oder Wertpapierdienstleistungen bevorzugt berücksichtigt werden“ (§ 5 Abs. 2 S. 1 Nr. 2a WpDVerOV-E).

4. Anlageberater, Vertriebsbeauftragte oder Compliance-Beauftragte

Des Weiteren sollen Berater, Verantwortliche für Vertriebsvorgaben und die sog. Compliance-Funktion bei der BaFin registriert und deren besondere Qualifikation nachgewiesen werden. Wertpapierdienstleistungsunternehmen sollen Mitarbeiter nur dann als Anlageberater, Vertriebsbeauftragte oder Compliance-Beauftragte beschäftigen dürfen, wenn sie deren Sachkunde, Zuverlässigkeit sowie deren geordnete Vermögensverhältnisse nachweisen. Die jeweiligen Mitarbeiter und deren Qualifikationen und organisatorische Einbindung sind der BaFin anzuzeigen (§ 34d Abs. 1 bis 3 WpHG-E), die diese Angaben in einer Datenbank erfasst (§ 34d Abs. 5 WpHG-E). Liegen Tatsachen vor, aus denen sich ergibt, dass ein Mitarbeiter die an ihn gestellten Anforderungen nicht erfüllt, so soll die BaFin dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen untersagen können, den Mitarbeiter in der angezeigten Tätigkeit einzusetzen. Zudem kann die BaFin bei Verstößen gegen Bestimmungen des 6. Abschnittes des WpHG das Wertpapierdienstleistungsunternehmen oder den Mitarbeiter verwarnen oder dem Wertpapierdienstleistungsunternehmen für eine Dauer von bis zu zwei Jahren untersagen, den Mitarbeiter in der angezeigten Tätigkeit einzusetzen (§ 34d Abs. 4 WpHG-E). Zur Erleichterung einer zielgerichteten Kontrolle von Missständen durch die BaFin sind dieser gemäß § 34d Abs. 1 S. 4 WpHG-E etwaige Kundenbeschwerden anzuzeigen.

Einzelheiten zu Sachkunde, Zuverlässigkeit, geordneten Vermögensverhältnissen sowie zum Inhalt der Anzeige und der zu führenden Datenbank sowie zur Verantwortlichkeit für die Angaben sind in einem Diskussionsentwurf für eine WpHG-Mitarbeiteranzeigeverordnung (WpHGMaAnzV-E) geregelt. Anlageberater, Vertriebsbeauftragte oder Compliance-Beauftragte, die bei Inkrafttreten des Gesetzes mit den genannten Tätigkeiten betraut sind, können für eine Übergangsfrist von

sechs Monaten ab Inkrafttreten des Gesetzes für ihre jeweilige Tätigkeit eingesetzt werden, auch wenn sie die gesetzlichen Anforderungen nicht erfüllen; erfüllen sie die an sie gestellten Anforderungen, sind sie unverzüglich der BaFin anzuzeigen (§ 42b WpHG-E).

Wertpapierdienstleistungsunternehmen müssen zudem klare Zuständigkeiten für die Compliance-Funktion schaffen (§ 12 Abs. 1 S. 2 WpDVerOV-E). Festgestellte Defizite im Anleger- und im Eigeninteresse sind in angemessener Zeit abzustellen (§ 12 Abs. 2a WpDVerOV-E). Über Versäumnisse hierbei muss der Compliance-Beauftragte die Geschäftsleitung umgehend in Kenntnis setzen (§ 12 Abs. 4 S. 2 WpDVerOV-E).

5. Prüfung der Meldepflichten und Verhaltensregeln

Zudem soll nach § 36 Abs. 4 S. 1 WpHG-E die BaFin eine Prüfung der Meldepflichten und Verhaltensregeln nunmehr nicht nur „in Einzelfällen“, sondern „auch ohne besonderen Anlass“ vornehmen können.

6. Ausweitung der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung

Außerdem sollen zahlreiche Änderungen in der Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung zu einer anlegergerechten Beratung beitragen. Insbesondere erweitert werden sollen: die Angaben über die Vermögensanlagen selbst (§ 4 Abs. 1 S. 2 Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung-E); die Angaben über die Emittenten (§ 5 Nr. 3 Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung-E); die Angaben über das Kapital des Emittenten (§ 6 S. 1 Nr. 1 Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung-E), sowie die Angaben über die Gründungsgesellschafter des Emittenten (§ 7 Vermögensanlagen-Verkaufsprospektverordnung-E).

7. Erweiterung des Ordnungswidrigkeiten-Katalogs

Korrespondierend zu den neu geschaffenen Pflichten nach dem WpHG-E soll der Katalog der bußgeldpflichtigen Ordnungswidrigkeiten erweitert werden (§ 39 Abs. 2 und 3 WpHG-E). Erfasst sind nunmehr auch folgende vorsätzliche oder leichtfertige Verstöße:

- Das Nichtzurverfügungstellen des Informationsblattes über Finanzinstrumente (§ 39 Abs. 2 Nr. 15a WpHG-E) und die Empfehlung eines ungeeigneten Finanzinstruments bei der Anlageberatung und entsprechend die Empfehlung ungeeigneter Finanzinstrumente oder Wertpapierdienstleistungen im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung (§ 39 Abs. 2 Nr. 16a WpHG-E);
- der Einsatz von Mitarbeitern, die nicht den gesetzlichen Anforderungen an Anlageberater, Vertriebsbeauftragte oder Compliance-Beauftragte genügen (§ 39 Abs. 2 Nr. 22 lit. a)-c) WpHG-E) oder deren Beschäftigung von der BaFin untersagt wurde (§ 39 Abs. 3 Nr. 1 lit. b) WpHG-E, bereits bei einfacher Fahrlässigkeit), sowie die Missachtung der Anzeigepflichten nach § 34d Abs. 1 bis 3 WpHG-E (§ 39 Abs. 2 Nr. 23 lit. b) WpHG-E).
- die unerlaubte Gewährung oder Annahme von Zuwendungen (§ 39 Abs. 2 Nr. 17a WpHG-E) sowie das Unterlassen des Einrichtens einer Compliance-Funktion durch Wertpapierdienstleistungsunternehmen (§ 39 Abs. 2 Nr. 17b, 17c WpHG-E).

VI. Offene Immobilienfonds

Der vorgelegte Diskussionsentwurf des Bundesfinanzministeriums sieht in Bezug auf das Recht der offenen Immobilienfonds eine umfassende Überarbeitung vor, die gemäß den Übergangsvorschriften (§ 145 Abs. 4 InvG) ab dem 1. Januar 2012 volle Geltung erhalten soll. Offene Immobilienfonds sind bislang gesetzestechnisch Wertpapierfonds nachgebildet. Die Anleger haben häufig das Recht, ihre Anteile börsentäglich, zu einem auf Wertgutachten beruhenden festen Preis, an die Anlagegesellschaft zurückzugeben. Zur gleichen Zeit ist das Sondervermögen in Immobilien jedoch regelmäßig langfristig gebunden. Diese Fristeninkongruenz kann Liquiditätsengpässe der verwaltenden Kapitalanlagegesellschaft hervorrufen, was in der jüngsten Vergangenheit vermehrt geschehen ist. Der Grund wird im veränderten Anleger- und Vertriebsverhalten sowie der zunehmend volatilen Bewertung auf dem Immobilienmarkt gesehen. Der Entwurf will diese Probleme lösen. Anleger sollen zukünftig der Gesellschaft ihr Kapital für einen Mindestzeitraum von 30 Monaten überlassen,

und der Fonds muss eine variable Mindestliquidität von bis zu 15 % vorhalten. Die Gesellschaft hat für die Zulassung der Anteile an einem organisierten Markt oder den Einbezug in den Freiverkehr zu sorgen und der Bewertungsturnus für Immobilien wird von zwölf auf sechs Monate verkürzt. Daneben sieht der Entwurf ein Abwicklungsverfahren vor, falls die Gesellschaft die Rücknahme wiederholt aussetzt.

1. Langfristige Ausrichtung

Die Mindestanlagezeit von 30 Monaten setzt sich zusammen aus einer Kombination von einer Haltefrist von 24 Monaten und einer anschließenden Mindestkündigungsfrist von sechs Monaten (§ 80c Abs. 2 und 3 InvG-E). Die Kündigungsfristen können in den Vertragsbedingungen auch auf einen Zeitraum von bis zu 24 Monaten ausgedehnt werden, so dass sich ein Mindestanlagezeitraum von bis zu 48 Monaten ergeben könnte. Die Rücknahme von Anteilen soll darüber hinaus nicht mehr börsentäglich, sondern höchstens halbjährlich, mindestens aber einmal im Jahr, erfolgen. Der eingeführte Mindestanlagezeitraum soll dem Anleger verdeutlichen, dass er langfristig in Immobilien investiert und sein Kapital für einen gewissen Zeitraum gebunden sein soll. Der Vorteil der Kündigungsfristen wird vor allem darin gesehen, dass eine bessere Liquiditätsplanung der Kapitalanlagegesellschaften möglich sein sollte. Deshalb sinkt mit zunehmender Kündigungsfrist die im Sondervermögen vorzuhaltende Mindestliquidität. Bei einer Kündigungsfrist von 24 Monaten muss keine Mindestliquidität mehr vorgehalten werden (§ 80 Abs. 1 S. 3 InvG-E).

2. Ausschüttung und Sekundärmarkt

Als Ausgleich für die Halte- und Kündigungsfristen sieht der Entwurf vor, dass eine Mindestausschüttung in Höhe von 50 % der Erträge des Sondervermögens zu erfolgen hat (§ 78 Abs. 1 S. 2 InvG-E). Daneben wird die Kapitalanlagegesellschaft verpflichtet, für die Zulassung der Anteile am organisierten Markt oder für den Einbezug der Anteile in den Freiverkehr an einer Börse zu sorgen, sowie während der Zulassung oder Einbeziehung zwei Designated Sponsors zu stellen (§ 80c Abs. 5 InvG-E). Sollten die Anteile nicht zugelassen oder ein-

bezogen werden, erlischt das Recht der Gesellschaft, das Sondervermögen zu verwalten. Erkenntlich will der Entwurf eine Lösung zwischen langfristiger Ausrichtung gegenüber dem Sondervermögen und den kurzfristigen Liquiditätsbedürfnissen der Anleger schaffen.

3. Vermögensaufstellung

Die Vermögensaufstellung wird nach dem Entwurf ebenfalls geändert. Die börsentägliche Wertermittlung entfällt. An ihre Stelle tritt die Wertermittlung zum Rücknahmetermin. Nach dem Entwurf soll bei der Vermögensaufstellung ein pauschaler Abschlag von 10 % von dem im Wertgutachten festgestellten Betrag vorgenommen werden (§ 79 Abs. 1 InvG-E). Gerade dieser Punkt hat bislang die meisten Bedenken hervorgerufen.

Derzeit fließt der vom Sachverständigenausschuss ermittelte Verkehrswert noch eins zu eins in den Nettoinventarwert ein, und der Gesellschaft ist es grundsätzlich nicht gestattet, die Immobilienbestände unter dem festgestellten Verkehrswert zu veräußern. Dies war vielen Fonds, die die Rücknahme ausgesetzt hatten, unmöglich, denn der im Wertgutachten festgestellte Verkehrswert beruht auf einer Weiterführungshypothese, während der am Markt erzielbare Veräußerungserlös in letzter Zeit häufig unter diesem Wert lag. Der neu einzuführende Sicherheitsabschlag soll nach den Vorstellungen der Entwurfsverfasser die Funktion einer Rückstellung haben. Sollte bei einem tatsächlichen Verkauf der erzielte Preis unter dem Verkehrswert liegen, so hat dies bis zu einer Höhe von 10 % keine Auswirkungen auf den Anteilspreis. Ist der Veräußerungserlös dagegen gleich oder höher dem ermittelten Verkehrswert, muss der Puffer zugunsten des Anteilspreises aufgelöst werden, und es findet eine „Wertaufholung“ statt. Anleger, die in der Zwischenzeit ihren Anteil zurückgegeben haben, könnten dann aber von der Wertaufholung nicht mehr profitieren.

Daneben sieht der Entwurf vor, den Bewertungssturnus von bisher zwölf auf sechs Monate zu verkürzen und ein rollierendes Bewertungssystem einzuführen. Die Bewertung von 30 % der Vermögensgegenstände darf danach nicht länger als drei Monate zurückliegen. In der Praxis soll dieses Bewertungssystem mit einem

gewissen Spielraum gewährleisten, dass ungefähr alle anderthalb Monate ein Viertel des Immobilienbestandes bewertet werden muss. Ziel ist es, zugunsten der Anleger nicht nur eine Momentaufnahme zum Stichtag, sondern ein möglichst einheitliches Bild der Vermögenslage des Fonds zu gewährleisten und plötzliche hohe Wertabschläge zu vermeiden.

Für bestehendes Immobilienvermögen sieht der Entwurf eine Übergangsregelung vor (§ 148 InvG-E). Die Gesellschaft soll verpflichtet sein, den Abschlag von 10 % gleichmäßig aufzubauen, um einen plötzlichen Einbruch des Anteilswerts zu vermeiden. Kritiker dieser Regelung vermuten, dass der jährliche Abschlag in etwa der Rendite der Fonds in diesem Zeitraum entsprechen wird.

4. Abwicklungsverfahren

Sollte es einer Kapitalanlagegesellschaft zum Rücknahmetermin wiederholt nicht möglich sein, alle angebotenen Anteile zurückzunehmen, sieht der neue § 81 InvG-E ein geordnetes Abwicklungsverfahren vor. Die bisher mögliche Beleihung der Vermögensgegenstände des Sondervermögens ist nach dem Entwurf nicht mehr vorgesehen. Reicht die Liquidität nicht aus, um alle angebotenen Anteile zurückzunehmen, soll die Gesellschaft verpflichtet sein, die Rücknahme auszusetzen (§ 81 Abs. 1 S. 1 InvG-E). Wird die Rücknahme nicht ausgesetzt, so wird die BaFin zukünftig die Rücknahme aussetzen (§ 37 Abs. 1 S. 1 InvG-E).

Reicht die Liquidität zum nächsten Rücknahmetermin wiederum nicht aus, muss sich die Gesellschaft um einen Verkauf von Vermögensgegenständen bemühen (§ 81 Abs. 1 S. 2 InvG-E). Ein Verkauf soll aber nur zu dem im Wertgutachten festgestellten Preis möglich sein. Nach insgesamt einem Jahr muss sich die Gesellschaft verstärkt um die Verfügbarkeit der angelegten Mittel bemühen. Sie darf jetzt entgegen § 82 Abs. 1 InvG die Vermögensgegenstände mit einem Abschlag von bis zu 10 % veräußern. Wiederum ein Jahr später können die Abschläge sogar bis zu 20 % betragen. Reicht die Liquidität trotz aller Bemühungen auch zweieinhalb Jahre nach dem ersten erfolglosen Rücknahmeverlangen nicht aus, verliert die Kapitalanlagegesellschaft das Recht zur Verwaltung des Vermögens. Es

schließt sich die Abwicklung des Sondervermögens nach § 39 InvG an. Zu beachten ist, dass das Verwaltungsrecht ebenfalls erlischt, sofern die Kapitalanlagegesellschaft zum dritten Mal binnen fünf Jahren die Rücknahme von Anteilen aussetzen muss.

Gemäß § 81a Abs. 1 InvG-E ist eine Aussetzung der Rücknahme von Anteilen auch möglich, wenn die Kapitalanlagegesellschaft die Verwaltung des Immobilien-Sondervermögens gekündigt hat, die Kündigung aber noch nicht wirksam ist. Da die Kündigung bekannt ist, werden Anleger nicht mehr in den Fonds investieren. Der Ausschluss der Rücknahme von Anteilen dient insoweit zur Erhaltung der Liquidität während der Kündigungsfrist. Die weiteren Absätze des § 81a InvG-E

treffen besondere Bestimmungen über die Verwaltung nach der Kündigung.

Eine weitere Neuerung bringt § 81b InvG-E. Zukünftig sind Beschlüsse über bestimmte Vermögensgegenstände möglich, welche die Gesellschaft berechtigen, diese Vermögensgegenstände auch unter dem im Wertgutachten festgehaltenen Wert zu veräußern (Notveräußerungsbeschluss). Für diesen Beschluss verweist der Entwurf auf die Vorschriften des Schuldverschreibungsgesetzes. Der Beschluss wird als einfacher Mehrheitsbeschluss gefasst; es muss jedoch ein Quorum von 30 % der Stimmrechte bei der Beschlussfassung vertreten sein. Eine Versammlung der Anleger ist nicht erforderlich; es darf auch schriftlich abgestimmt werden.

Diese Publikation dient lediglich als Diskussionsgrundlage und ersetzt keine rechtliche Beratung. Gerne stellen wir Ihnen weitere Informationen zur Verfügung oder beraten wir Sie in konkreten Situationen.

Als Ansprechpartner stehen Ihnen zur Verfügung:

Dr. Hans Diekmann
Dr. Marco Sustmann
Düsseldorf
+49.211.17888.0
hdiekmann@shearman.com
marco.sustmann@shearman.com

Dr. Katja Kaulamo
Dr. Roger Kiem
Frankfurt
+49.69.9711.1000
kkaulamo@shearman.com
rkiem@shearman.com

Dr. Andreas Merkner
München
+49.89.23888.200
amerkner@shearman.com

WWW.SHEARMAN.COM

©2010 Shearman & Sterling LLP. Shearman & Sterling LLP ist eine in den Vereinigten Staaten von Amerika nach dem Recht des Staates Delaware gegründete Limited Liability Partnership. Nach dem Recht des Staates Delaware ist die persönliche Haftung der einzelnen Partner beschränkt.