



Neuerungen im Kapitalmarktrecht 2019

Dr. Timo Holzborn

Oktober 2019

orrick 

Gliederung

- Kapitalmarktunion
- Die Prospektverordnung
- AktionärsrechteRL/ARUG II
- Neuer DCGK
- Neues vom EU-Marktmissbrauch – MAR
- 5. EU-GeldwäscheRL
- Weitere Regelungen
- Rechtsprechung

Kapitalmarktunion





EU-Gesetzgebung – Kapitalmarktunion (1)

- **Kapitalmarktunion**

- Initiiert 2015 (KOM(2015) 468), Zwischenbericht 2017 (KOM(2017) 292)
- Mitteilung der Kommission zur Vollendung der Kapitalmarktunion bis 2019: Beschleunigte Umsetzung (COM(2018) 114), März 2018
- Allgemeine Covered-Bond-Richtlinie (2018/0043 (COD))
- Bankenpaket: CRD V RL(EU) 2019/878, (ab 28.12.2020) und CRR II VO (EU) 2019/876 (ab 28.6.2021), BRRD II VO(EU) 2019/879 (ab 28.12.2020)
- Crowdfunding-VO (COM/2018/0113; EU-Parlament 27.3.2019)
 - Crowdfunding Dienst und Vermittlung solcher unterschieden, keine ICOs
- FinTech-Aktionsplan COM(2018) 109
- KMU-Förderung mit Erleichterungen für Prospekte und MAR
- Sovereign Bond Backed Securities (SBBS), wenig Umsetzungschance



EU-Gesetzgebung – Kapitalmarktunion (3)

- **Action plan für nachhaltiges Investment (Sustainable Financing)**
 - Einführung eines EU-Klassifikationssystems für nachhaltige Tätigkeiten
 - Schaffung von Normen und Kennzeichen für umweltfreundliche Finanzprodukte und Förderung von Investitionen in nachhaltige Projekte
 - Berücksichtigung der Nachhaltigkeit in der Finanzberatung
 - Entwicklung von Nachhaltigkeitsbenchmarks
 - Bessere Berücksichtigung von Nachhaltigkeit bei Ratings und Analyse
 - Klärung der Pflichten von institutionellen Anlegern und Vermögensverwaltern sowie Nachhaltigkeit in den Aufsichtsvorschriften
 - Stärkung der Vorschriften zur Offenlegung von Nachhaltigkeitsinformationen und zur Rechnungslegung sowie Förderung einer nachhaltigen Unternehmensführung und Abbau von kurzfristigem Denken an den Kapitalmärkten



EU-Gesetzgebung – Kapitalmarktunion (4)

- **Legislativpaket zum nachhaltigen Investment**
 - Nachhaltiges Investieren (Sustainable Finance)
Gesetzesgebungsvorschläge der Kommission Environmental Social Governance (ESG), 25.5.2018
 - EU-VO Offenlegung von Informationen über nachhaltige Investitionen und Nachhaltigkeitsrisiken (Inkrafttreten weitgehend in ca. 15 Monaten)
 - EU-VO zur Änderung der Benchmark VO (EU) 2016/1011 über einheitliche Vorschriften für verschiedenen Arten von Referenzwerten
 - EU-VO für nachhaltiges Investieren KOM-Vorschlag vom Parlament am 28.3.2019 geändert, beinhaltet Ermächtigung zum Erlass delegierter Rechtsakte zur Steuerung nachhaltiger Investitionen.

Die Prospektverordnung



Prospektverordnung (1)

- **VO (EU) 2017/1129 („EU-ProspV“) am 21.7.2019 in Kraft getreten; ersetzt ProspektRL/WpPG :**
 - Prosp-InhaltsV 809/2004/EG zu Prospektmindestinhalt durch Delegierte Verordnungen 2019/979 („**DelVO 2019/979**“) und 2019/980 („**DelVO 2019/980**“) ersetzt
 - WpPG mit Umsetzung nationaler Optionen, Haftung, Verfahrensvorschriften
- **Wesentliche Neuerungen**
 - Neuer Schwellenwert für Anwendbarkeit von 5 auf 8 Mio. EUR (in 12 Monaten) unter Restriktionen (in Deutschland: Wertpapierinformationsblatt gemäß § 4 ff. WpPG („**WIB**“))
 - Kein Prospekt bei öffentlichem Angebot, bis 1 Mio. EUR EU-weit (in 12 Monaten) Art. 1 (3) EU-ProspV; früher 100.000 EUR in D; allerdings bei einem Angebot im Inland über 100.000 EUR WIB erforderlich, Ausnahmen an weniger als 150 Anleger/qualifizierte Anleger bleibt, Art. 1 (4) lit. b) und c) EU-ProspV;
 - Vereinfachter EU-Wachstumsprospekt (KMU, Mid-Cap bis 500 Mio. EUR Market Cap bei 3 jähriger Vorzulassung) bis 20 Mio. EUR, Art. 15; Anh. IV und V EU-ProspV, Art. 32 ff., Anh. 23 bis 26 DelVO 2019/980
 - Neues einheitliches Registrierungsformular Daueremittenten reg. Markt, Art. 9 EU-ProspV
 - Zusammenfassung völlig neu strukturiert, Risikofaktoren limitiert mit zwingender Einstufung und Kategorisierung

Prospektverordnung (2)

- **Anwendbarkeit/Ausnahmeregime:**
 - Nicht anwendbar auf öffentliche Angebote bei Gegenwert weniger 1 Mio. EUR, in der EU Art. 1 (3) EU-ProspV, allerdings bei Angebot im Inland höher EUR 100.000 WIB erforderlich (§ 4 (2) S. 2 WpPG)
 - Ausnahme öffentliche Angebote bei Gegenwert weniger 8 Mio. EUR, Art. 1 (3) EU-ProspV, § 3 Nr. 2, 4 ff. WpPG unter Restriktionen (WIB - siehe sogleich)
- **Ausnahme öffentliche Angebote :**
 - **Schwellenwert** für Prospektfreiheit auf **100.000** EUR für Stückelung oder Mindesterwerbsbetrag pro Anleger erhöht, Art.1 (4) lit. c) und d) EU-ProspV
Prospektfreiheit bei Angebot an weniger als 150 Anleger/qualifizierte Anleger
 - **Prospektfreie Zulassung** (ohne öffentliches Angebot) (in 12 Monaten) auf **20 % des Grundkapitals**, Art. 1 (5) UA 1 lit. a) EU-ProspV, auch bei Umtausch/Eintausch von Wp, wenn dieselbe Gattung zugelassen ist Art. 1 (5) UA 1 lit. b) EU-ProspV; nicht: Wp, die Aktienerwerb erlauben vor 20.7.2017
- **Ausnahmen sind miteinander kombinierbar, Art. 1 (6) EU-ProspV**

Prospektverordnung (3)

Voraussetzungen für die Ausnahme von Angeboten unter EUR 8 Mio.

- Nach § 4 WpPG nur Erstellung eines WIB; max. 3 DIN A4 Seiten
- Inhalt des WIB in § 4 (3) - (5) WpPG geregelt. **Risikohinweis:** § 4 (4) WpPG
- Einreichung des WIB nur über MVP-Portal der BaFin möglich (§ 5 (1) WpPG)
- Vertrieb an nicht qualifizierte Anleger nur über ein zur Anlageberatung/-vermittlung zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen, das Einhaltung prüft:
 - EUR 1.000 ohne weitere Voraussetzungen
 - EUR 10.000 wenn Vermögen des Anlegers von EUR 100.000 oder mehr nachgewiesen wurde
 - Das doppelte Nettoeinkommen des Anlegers, aber nicht mehr als EUR 25.000 (von anfänglich eingeführten EUR 10.000 angehoben)
 - **Bezugsrechtsangebote (bis 8. Mio. EUR) hiervon nicht erfasst**
- **Ausnahme: PRIIP (VO (EU) Nr. 1286/2014) + Investmentfonds (§ 301 KAGB)**
- Haftung für falsches/fehlendes WIB analog zum Prospekt: §§ 11 und 13 WpPG

Prospektverordnung (4)

- **Zusammenfassung knapper und verständlicher**, Art. 7 EU-ProspV
 - Von 15 auf 7 Seiten (Erweiterung bei Garantiegeber, Nutzung Basisinformationsblatt)
 - Mindestens teilweise in Unterabsätzen Überschriften in Frageform
 - BaFin prüft alle Inhalte, auch wenn auf entsprechendes Wertpapier nicht anwendbar (Aufnahme von Negativerklärungen erforderlich)
 - Wesentliche Finanzinformationen nur noch in der Zusammenfassung; zwingende Angabe von gewissen Kennzahlen je nach Wertpapier und Emittent (Art. 1 bis 9 und Anh. I bis VI DelVO 2019/979)
 - Weitgehend an Basisinformationsblatt (Key Information Documents – KID) nach PRIIP-VO angepasst
- **Neue Vorgaben bei Risikofaktoren**, Art. 16 EU-ProspV, **wesentlich und spezifisch**
 - ESMA Guidelines vom 29.3.2019 – ESMA31-62-1217
 - Einschränkung auf 15 wesentliche Faktoren in der Zusammenfassung
 - Gewichtete Kategorisierung, Vorgabe von Kategorien und Unterkategorien, keine Generalfaktoren
 - Empfehlung, die von BaFin eher **als Vorgabe gesehen wird**: Qualitätseinteilung "gering", "durchschnittlich" oder "hoch" mit Begründung der Einstufung
 - Qualifizierung des Risikos aus Zusammenrechnung von Eintrittswahrscheinlichkeit und Eintrittsauswirkung möglich, aber detaillierte Beschreibung zur Bestimmung der Qualifikation erforderlich
- **Vereinfachte und erweiterte Verweisungen**, Art. 19 EU-ProspV
- **Prospekthaftung bleibt bei den Mitgliedsstaaten**, Art. 11 EU ProspV (vgl. §§ 8 ff. WpPG)



Prospektverordnung (5)

- **Inhalt des Prospektes/Verfahren bestimmt sich nach DeIVO 2019/979 und 2019/980** (Prosp-InhaltsV 809/2004/EG hier aufgegangen)
- **DeIVO 2019/979 regelt:**
 - Wesentliche Finanzinformationen in der Zusammenfassung
 - Werbung
 - Die Angabe von an ESMA zu übermittelten Metadaten (in Zukunft zwingend erforderlich, um einen Prospekt im MVP-Portal hochladen zu können) ISIN Beantragung früher?
- **DeIVO 2019/980 regelt:**
 - Inhalte der Registrierungsformulare und Wertpapierbeschreibungen, Abhängig von Art der Wertpapier und der Emittenten, allerdings mit anderer Systemantik als in der Prosp-InhaltsV 809/2004/EG (alle Anhänge für Registrierungsformulare, gefolgt von Anhängen der Wertpapierbeschreibungen, diese gefolgt von Anhängen für besondere Konstellationen (z.B. Basiswerte, Pro-forma Informationen etc.), gefolgt von Anhängen für den EU-Wachstumsprospekt)
 - Detaillierte Regelungen zum Verwaltungsverfahren (Art. 35 ff. DeIVO 2019/980)
 - 10 Jahre verfügbar auf Webpage



Prospektverordnung (6)

- **Neues Einheitliches Registrierungsformular**, Art. 9 EU-ProspV, Anh. 2, 5 DelVO 2019/980
 - Nicht zu verwechseln mit bisherigem Registrierungsformular
 - Jährliche Einreichung/Billigung, ab 3. Jahr nur Hinterlegung ohne Prüfung
 - Erlangung Status eines Daueremittenten mit künftigen beschleunigter Billigung
 - **Nur bei Zulassung zum regulierten Markt**, nicht bei öffentlichen Angebot
- **Weiterveräußerung von Wertpapieren (bei Nichteingreifen Ausnahme) kann neues öffentliches Angebot darstellen (auch durch Finanzintermediäre), Art. 5 EU-ProspV**
- **Erleichterung Sekundärmarktangebot, Art. 14 EU-ProspV**
 - Statt umfassender Darstellung der Vermögens- Finanz und Ertragslage nur noch Aussichten und die bedeutende Änderungen Geschäftstätigkeit/Finanzlage seit Ablauf des letzten Geschäftsjahres zu beschreiben
 - Vgl. Anh. 3, 8, 12, 16 der DelVO 2019/980

Prospektverordnung (7)

- **Vereinfachter Prospekt für KMU und andere nicht notierte Unternehmen, Art. 15 EU-ProspV**
 - Unternehmen mit einer durchschnittlichen **Marktkapitalisierung bis zu EUR 200 Mio.** im Sinne des Art. 4 Abs. 1 Nr. 13 der RL 2014/65/EU (MiFID II), die
 - KMU im Sinne der ProspektV sind, d.h. solche, die laut letztem Jahresabschluss mindestens zwei der folgenden Kriterien erfüllen: Durchschnittliche **Beschäftigtenzahl** letztes Geschäftsjahr **weniger 250**, **Bilanzsumme** max. EUR **43 Mio.**, **Jahresnettoumsatz** max. EUR **50 Mio.**, oder
 - Unternehmen mit durchschnittlicher Marktkapitalisierung nicht mehr als **EUR 500 Mio.**, die keine KMU sind, deren Wertpapiere an EU-Wachstumsmarkt gehandelt werden
 - Wertpapieremissionen mit einem Gesamtvolumen von unter EUR 20 Mio. können ebenso auf die Erleichterungen zurückgreifen, wenn die Wertpapiere des Emittenten an einem MTF gehandelt werden und im vergangenen Geschäftsjahr weniger als 500 Mitarbeiter beschäftigt wurden
- **Verkürzte und standardisierte Reihenfolge des Prospektinhalts, Art. 32 ff., Anh. 23 bis 26 DeIVO 2019/980**
- **Weniger Finanzberichte/Finanzinformationen (1 Jahr Anleihen, 2 Jahre Aktien), keine Kapitalisierungs- und Verschuldungsübersicht**

Aktionärsrechte RL/ARUG II



AktionärsrechteRL – ARUG II (1)

- **2012 EU Corporate Governance Action Plan (CGAP – 16 Maßnahmen)**
- **Änderung AktionärsrechteRL, (SRD II), (EU) 2017/828 Umsetzung ins nationale Recht bis Juni 2019 nach Reg-E erst 2021 (Keine Beschlussempf. BT-Rechtsausschuss: Streit zu Say on Pay und Related Party Transaktionsgrenzen):**
 - Bessere Identifizierung Aktionäre Art. 3a, (ggf. beschränkt bei Aktionären unter 0,5 %); Weiterleitung Auskunftsverlangen in Depotkette (im Ref-E auch für Drittlandsinstitute (§§ 67a ff. AktG-E))
 - Mehr Transparenzregeln für institutionelle Anleger/Asset Manager/Proxy Advisors (§ 134a ff. AktG- E)
 - Überwachung Vergütungspolitik durch Aktionäre Art. 9a (§§ 87a, 120a, 162 AktG-E)
 - Beratender "**Say on Pay**" Beschluss der HV (derzeit § 120 AktG-E "unverbindlich") retrospektiv: 1x jährlich zu Vergütungsbericht (bei negativer Abstimmung zusätzliche Berichtspflicht); prospektiv: alle 4 Jahre zu Vergütungssystem
 - Bei Bestellung Vorstand außerhalb Vergütungssystem ist Zahlung unter Vorbehalt der HV Zustimmung zu stellen
 - **Standardisierter Vergütungsbericht**, der zu veröffentlichen ist mit Verhältnis Unternehmensleistung zu Vergütung Arbeitnehmer; für 10 Jahre zu veröffentlichen Haftung der Vorstände für Pflichtverletzung bei Vergütungsbericht (§ 162 AktG-E)

AktionärsrechteRL – ARUG (2)

Überwachung von Transaktionen mit nahestehenden Personen (§§ 111a ff. AktG-E)

- Transaktionen mit nahestehenden Personen "related parties" (IAS 24, außer 100 % Töchter) → § 111a AktG-E
- **Zustimmung durch AR:**
 - für Transaktionen ab 2,5% des Bilanzwertes der (ggf. konsolidierten) Aktiva (AV + UV) (§ 111b Abs. 1 AktG-E);
 - Auch auf speziellen Ausschuss übertragbar (§ 107 Abs. 3 Sätze 4-6 AktG-E)
 - „befangene“ AR-Mitglieder dürfen nicht zustimmen (§ 111b Abs. 2 AktG-E)
 - Wenn abgelehnt, kann Vorstand die HV anrufen (§ 111b Abs. 4 AktG-E)
- **Veröffentlichungspflicht: § 111c Abs. 1 AktG-E**, Ad-hoc Mitteilung ersetzt die Veröffentlichungspflicht, § 111c Abs. 3 AktG-E
- **Ausnahmen:** Zustimmung HV ist erforderlich, Gleichbehandlung aller Aktionäre, Vorstandsvergütung, Geschäfte im ordentlichen Geschäftsgang und zu marktüblichen Bedingungen (§ 111a Abs. 3 AktG-E)
- **Problem:** Ersatz des Konzernrechts; auch operatives Geschäft betroffen

AktionärsrechteRL – ARUG II (3)

Erleichterung der Ausübung der Aktionärsrechte:

- DVO (EU) 2018/1212 zur Festlegung von Mindestanforderungen zur Umsetzung der Bestimmungen der Richtlinie 2007/36/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die Identifizierung der Aktionäre, die Informationsübermittlung und die Erleichterung der Ausübung der Aktionärsrechte verabschiedet.
- Tritt am 3. September 2020 in Kraft.
- DVO 2018/1212 legt standardisiert durch Anhänge fest:
 - Veröffentlichung von Informationen über die Identität der Aktionäre
 - Inhalte der Einladung zur Hauptversammlung und deren Übermittlung
 - Elektronische Stimmabgabe und entsprechende Zählung
 - Übermittlung von Informationen über Unternehmensereignisse
 - ARUG II referenziert für die Veröffentlichung von Informationen auf die DVO 2018/1212, § 67a (2) und (3), 67b, 67c (2) und (3), 67d, 125 (5), 129 (5) AktG-E

Neuer DCGK





Corporate Governance Kodex 2019 (post ARUG II) (1)

Überblick:

- Grundlege Reform von Struktur und Inhalt mit teilweise erheblicher Auswirkung auf die Praxis.
- Inkrafttreten erst mit Inkrafttreten von ARUG II.

Hintergrund: Angesichts der inhaltlichen Verzahnung des DCGK mit vom ARUG II behandelten Themen sollen Widersprüche vermieden werden.

- Umfassende Neuordnung der Kodexregelungen und Einführung sog. Grundsätze (insg. 25) neben Empfehlungen und Anregungen. Die Grundsätze dienen der Information der Anleger etc. über die wesentlichen rechtlichen Vorgaben für verantwortungsvolle Unternehmensführung (anstelle bloßer Gesetzeswiedergaben). Die Grundsätze sind den Empfehlungen und Anregungen vorangestellt.
- Schwerpunkte der materiellen Änderungen:
 - Vorstandsvergütung;
 - Unabhängigkeit Aufsichtsratsmitglieder;
 - Beschränkung Anzahl der gleichzeitig ahrgenommenen Aufsichtsratsmandate;
 - Vereinfachung Corporate Governance-Berichterstattung;
 - Bestelldauer Erstbestellung von Vorstandsmitgliedern;
 - Neue Transparenzempfehlungen.

Corporate Governance Kodex 2019 (post ARUG II) (2)

- **Vorstandsvergütung**, wesentliche Eckpunkte des empfohlenen Vergütungssystems:
 - Festlegung Ziel- und Maximal-Gesamtvergütung: Die Ziel-Gesamtvergütung umfasst alle Vergütungselemente und ist der Betrag, der bei hundertprozentiger Zielerreichung gewährt werden soll. Die Maximal-Gesamtvergütung bildet den Aufwands-Höchstbetrag (Cap);
 - Die Ziel-Gesamtvergütung setzt sich aus Festvergütung, kurz- und langfristiger Vergütung zusammen. Der Anteil der langfristigen variablen Vergütung soll den Anteil der kurzfristig variable Vergütung übersteigen; Die langfristige variable Vergütung soll aktienbasiert sein;
 - Vereinbarung sog. Clawback-Klauseln, wonach ua eine variable Vergütung einbehalten oder zurückgefordert werden können soll.
 - Anrechnung von Abfindungszahlungen auf Karenzentschädigung;
 - Keine Vereinbarung von Change of Control-Klauseln;
 - Anrechnung Vergütung konzerninterner Aufsichtsratsmandate. Entscheidung durch Aufsichtsrat, ob Anrechnung auch bei konzernexternen Aufsichtsratsmandaten gelten soll.

Corporate Governance Kodex 2019 (post ARUG II) (3)

- **Unabhängigkeit der Aufsichtsratsmitglieder:**

- Empfehlungen zur Unabhängigkeit beziehen sich nur noch auf Anteilseignervertreter;
- Bestimmung der Unabhängigkeit künftig zweidimensional:
 - Unabhängigkeit vom Vorstand bzw. der Gesellschaft; und
 - Unabhängigkeit vom kontrollierenden Aktionäre, sofern vorhanden.
- Mehr als die Hälfte der Anteilseignervertreter sollen unabhängig vom Vorstand bzw. der Gesellschaft sein;
- Aufnahme von Negativindikatoren für die Bestimmung der Unabhängigkeit.

- **Beschränkung Anzahl Aufsichtsratsmandate:**

- Vorstandsmitglieder einer börsennotierten Gesellschaften sollen
 - nicht mehr als 2 Aufsichtsratsmandate, und
 - Keinen Aufsichtsratsvorsitz

in konzernexternen börsennotierten Gesellschaften oder vergleichbaren Funktionen wahrnehmen.

- Aufsichtsratsmitglieder, die keinem Vorstand einer börsennotierten Gesellschaft angehören, sollen nicht mehr als 5 Aufsichtsratsmandate bei konzernexterne börsennotierten Gesellschaften oder vergleichbare Funktionen wahrnehmen (Aufsichtsratsvorsitz zählt doppelt).



Corporate Governance Kodex 2019 (post ARUG II) (4)

- **Vereinfachung Corporate Governance-Berichterstattung:**
 - Abschaffung Corporate Governance Bericht;
 - Corporate Governance-Berichterstattung künftig in der Erklärung zur Unternehmensführung.
- **Begrenzung Bestelldauer Vorstandsmitglieder:**
 - Empfehlung Begrenzung der Erstbestellung auf 3 Jahre (bislang Anregung).
- **Weitere wesentliche Änderungen:**
 - Empfehlung, dass AR regelmäßig ohne Vorstand tagt;
 - Regelmäßige Qualitätsbeurteilung der Abschlussprüfung;
 - Angaben über Vorgehensweise bei der Nachfolgeplanung der Vorstandsbesetzung in der Erklärung zur Unternehmensführung;
 - Bericht über „ob“ und „wie“ der Selbstbeurteilung des Aufsichtsrats;
 - Veröffentlichung Zugehörigkeitsdauer zum Aufsichtsrat;
 - Bericht über Aus- und Fortbildungsmaßnahmen des Aufsichtsrats;
 - Veröffentlichung Geschäftsordnung des Aufsichtsrats.

Neues vom EU- Marktmissbrauch - MAR

BAFIN EMITTENTENLEITFADEN



MarktmißbrauchsVO – Überblick

- **MarktmißbrauchsVO (Market Abuse Regulation-MAR) 3.7.2016**
 - **Anwendungsbereich** Insider/Ad-hoc/Directors Dealings/
Marktmanipulation **auch Schuldverschreibungen und Freiverkehr, wenn Emittent Einbeziehung zugestimmt hat**
 - Festlegung von Durchführungsstandards durch DVOs/DeIVOs/ESMA/
BaFin FAQs (siehe folgende Seite)
 - Umsetzung: **1. FinanzmarktnovelierungsG (1. FiMaNoG):**
 - Neunummerierung und Umsetzung MiFID II: **2. FinanzmarktnovelierungsG (2. FiMaNoG)**, siehe beiliegende Synopse
 - Konsultation BaFin Emittentenleitfaden Modul C MAR (“**BaFin-ELF**”)
Juli/August 2019
 - In der EU Bestrebungen für KMUs gewisse Erleichterungen zu schaffen

MarktmissbrauchVO – Regulierungen

- **Wesentliche Änderungen** durch die MarktmissbrauchsV (EU) 596/2014 MAR:
 - **Insiderrecht** Art.7-11 (§§12-14WpHG aF) ESMA 2015/1455 BGH "Geltl", EuGH "Lafonta"
 - **Ad-hoc Publizität** Art.17 (§15 WpHG aF) ESMA 2015/1455 Ziff.7, DVO 2016/1055, § 6 WpAIV (Aufschub), ESMA 2016/1130 (2016/1478 dt)
 - **Managers' Transactions** Art.19 (§15a WpHG aF), ESMA 1455/2015, DVO 2016/523
 - **Closed Periods** Handelsverbote für Führungskräfte in bestimmten Zeitfenstern Art.19, DelVO 2016/522 Art.7-9
 - **Insiderlisten** Art.18 (§15b WpHG aF) DVO 2016/347, ESMA 2015/1455 Ziff.8
 - Regelung **Rückkaufprogramme, Stabilisierung** Art.5 (statt VO (EG) 2003/2273) DelVO 2016/1052, ESMA 2015/1455 Ziff.8
 - Verbot der **Marktmanipulation** Art.12, 15 (§20a WpHG aF) DVO 2016/2392, DelVOs 2016/908, 2016/957; DVOs 2016/909, 2016/378
 - Regelung **Marktsondierungen** Art.11 (Neu) DVO 2016/959, DelVO 2016/960
 - Spez. Fragen Del.VO 2016/522, ESMA 224/2015 FR-technical advice on delegated acts
 - Del/DVOs: ESMA 1455/2015 FR-draft technical standards MAR, Berichtigung L287/230 21.10.2016
 - **ESMA Richtlinien MAR** ESMA 2016/1130 (2016/1478 dt.) Entwurf ESMA 2016/162, Guidelines Alternative Performance Measures (**APM Richtlinien**) ESMA 2015/1415
 - ESMA Q&A 70-145-111 Vers. 14; BaFin FaQ zu Art. 17, 18, 19 MAR

MarktmissbrauchsVO – Insider

- **Insiderrecht: Art. 7-11, 14**

- Art. 7 (1): *Nicht öffentlich bekannte präzise Information, die direkt oder indirekt Emittent oder Finanzinstrument betreffen, und die, wenn öffentlich bekannt, geeignet, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder damit verbundener Derivate erheblich zu beeinflussen.*
- Kursbeeinflussungspotential hängt von Markterwartung ab
- Kenntnis lässt Verwenden vermuten
- BaFin-ELF: Umfassende Darstellung mit offenen Beschreibungen
- Nur im Detail Neuerungen

- **Ausgenommen:**

- Legitime Handlungen (v.a. Finanzdienstleister/Banken) nach Art. Art. 9
- Market Sounding/Marktsondierung im Sinne von Art. 11
- Rückkaufprogramme/Stabilisierungsmaßnahmen nach Art. 5

MarktmissbrauchsVO – Ad-hoc (1)

- **Ad-hoc Publizität:** Art. 17 (statt § 15 WpHG), Gleichlauf mit Insiderbegriff jedoch nur bei unmittelbarem Betreffen (nicht: Marktdaten, Gesetzesvorhaben etc.)
- BaFin ELF: Prüfungsschemata für Anwendbarkeit Inlands-/Herkunftstaatemittent
- **Praktische Fälle BaFin ELF Geschäftszahlen (I.2.1.5.2 ff.) :**
 - Ad-hoc bereits während Aufstellung Finanzberichte, spätestens Zuleitung an Vorstand, auch BWA mit zu berücksichtigen, Aufstellungsverlauf von Finanzberichten "Buchungsschluss"
 - Auch bei Min/Max Spanne bereits Insiderinformation, kein Zuwarten auf präzise Zahl
 - Gesamtschau, auch einzelne Zahl kann bewertungserheblich sein, auch dahinter stehendes Ereignis ist bereits Ad-hoc pflichtig
 - Weite Prognosespannen entbinden nicht von Ad-hoc, da Markterwartung zugrunde zu legen ist.
 - Bei Fehlen Markterwartung auf Vorjahreszeitraum abzustellen
 - Auch bei geringer Abweichung wenn Turnaround, Verlust etc. erreicht wird
 - Dividende ähnlich zu beurteilen wie Geschäftszahlen, Änderung regelmäßig Ad-hoc

MarktmissbrauchsVO – Ad-hoc (2)

- **BaFin-ELF - Insiderinformation/Ad-hoc Mitteilung**

- Ex ante (Vorab) Prüfung I.2.1.4.1, stets Einzelfall
- Zwischenschritte, wenn Endergebnis nicht unwahrscheinlich I.2.1.4.2
- Trotz umfangreicher Ausführungen Einzelfall
- Gerüchte mit Tatsachekern können Ad-hoc pflichtig sein I.2.1.4.4
- Prognosen bei Abweichung von Markterwartung, im Gegensatz zu „allgemein formulierten Erwartungen“ und „langfristigen Planungen“
- Aufsichtsrat hat Ad-hoc Kompetenz in eigenen Angelegenheiten, v.a. bei Vorstandsbestellung, schon Absicht eine Person zu bestellen ist ggf. Insiderinformation (Coba/DBAG Ausschusssitzung mit Bewerbern Ad-hoc)

MarktmissbrauchsVO – Ad-hoc (3)

- **Praktische Fälle BaFin ELF M&A, Großaufträge (I.2.1.5.6)**
 - Rein interne Entscheidung Vertragsverhandlung aufzunehmen noch nicht
 - Zwischenschritte reichen (Art. 7 (2) S. 2, (3); EG 16); BGH/EuGH; "Geltl/Daimler"
 - Zwischenschritt? Ggf. bereits bei „NDA“, „non binding indicative offer letter“, bei „LOI“, „abgeschlossene Due Diligence“, „Term Sheet“ Zwischenschritt meist gegeben, letztlich Einzelfall
 - Vertragsverhandlungen ohne konkretes Ende, Vertragsabbruch häufig, Vertragsentwürfe einige Tage zuvor verschickt, bereits Ad-hoc
 - M&A börsennotierter Unternehmen: NDA?, jedenfalls bei Lol/Vertragsentwurfsaustausch
 - Bereits geplanter Verkauf Unternehmensteil kann Insiderinformation sein
 - Kauf börsennotierter Unternehmen selbst (z.B. bei Erwerb Insiderinformation über Due Diligence) Insiderhandel?, Art. 8 EG 31 deckt detaillierten (Preis/Menge) Entschluss zu Kaufen, der ohne Insiderinformation gefasst wurde ab
 - Problem: Lol, Eröffnung einer Due Diligence (aktienrechtliche Begründung?)

MarktmissbrauchsVO – Ad-hoc (4)

- **Aufschub bei Ad-hoc Publizität ist zulässig:**
 - Bei "berechtigten Interessen" des Emittenten, Art. 17(4) (Beeinträchtigung der berechtigten Interessen ist ausreichend, Schaden nicht erforderlich)
 - § 6 WpAIV, EG 50 MAR: laufende Verhandlung (insb. bei finanzieller Überlebensfähigkeit und Vereitelung Abschluss EG 50), mehrstufige Entscheidungsprozesse, Art. 17(4) Zwischenschritt in gestreckten Vorgang
 - Unterlassung nicht geeignet, Öffentlichkeit irrezuführen
 - Emittent kann Geheimhaltung sicherstellen
 - Beschlusserfordernis, mindestens ein Vorstandmitglied (nach BaFin)
 - **Umfangreiche Dokumentation** DVO 2016/1055
 - **ESMA Leitlinien** mit nicht abschließendem Katalog berechtigter Interessen Art. 17(11) ESMA 2016/1130 S. 12 ff. ESMA 1455/2015 Report-Draft standards MAR Nr. 224 ff
 - Aufschub **endet**, sobald die Vertraulichkeit, beispielsweise durch **Informationslecks oder Gerüchte** (egal von wem), nicht mehr gewährleistet ist, Art. 17(7)
 - **Zusätzlich:** Aufschub bei Kredit- oder Finanzinstitut bei BaFin Information und Interesse Dritter (z.B. Finanzsystemstabilität), Art. 17(5)
 - **Zuständigkeit Aufschub:** Art. 6 DelVO 2016/522: schwierig wenn Aktien außerhalb des Sitzstaates gehandelt

MarktmissbrauchsVO – Insiderlisten

- **Führung von Insiderlisten: Art. 18 MAR (statt § 15b WpHG)**
 - **Keine Tätigkeitsinsider** mehr (vgl. BaFin FAQ Art. 18 V.Nr. 14)
 - Geschäfts-/Ereignisbezogen (= **Projekt Insider**), dabei ist Definition einer Gruppe (Jahresanschluss) vorab möglich (ab Zugang zur Insiderinformation); oder
 - Personen, die aufgrund Charakter ihrer Funktion oder Position jederzeit Zugang zu allen Informationen eines Emittenten haben (= **Permanent Insider**)
 - Explizite Liste mit Detaildaten im Anhang z.B. Privatrufnummer DVO (EU) 2016/347
 - BaFin: während Aufbewahrungsdauer (5 Jahre) nachzutragen
 - Rasch/unverzüglich aktualisieren
 - Dienstleister selbst neben Emittent erfasst
 - "**Eng verbundene Person**" (Art. 3 Nr. 26)= "in enger Beziehung stehend"
 - alle Unterhaltsberechtigten (auch außerhalb des Haushalts)
 - deren kontrollierte Unternehmen
 - Belehrung/Unterschrift?

MarktmissbrauchsVO – Managers' Transactions (1)

- **Directors' Dealings:** Art.19 MAR
- Mitteilungspflichtig sind:
 - Nicht abschließende Liste Geschäfte in Art. 10 DelVO (EU) 2016/522
 - Geschäfte in Schuldtiteln (z.B. Anleihen)
 - Verpfänden/Verleihen von Finanzinstrumenten (Art.19 (7) Ausnahme: Sicherheit für Kreditfazilität)
 - Vergütungsbestandteile (anders als früher), Optionen bei "Annahme"/Gewährung ESMA Q&A 7.5; 7.6 zu Zeitpunkt/Kalkulation; nicht bei Phantom Stocks, da nicht FI
 - **Formblatt** im Anhang der DVO (EU) 2016/523 zwingend; Anpassung Meldeformular an DSGVO und Belehrung an neues WpHG
 - **Mitteilungsfrist 3** Geschäfts(Arbeits)tage Frist, Art. 19(1), **für Emittent** "unverzüglich"
 - Regelungen greifen **ab Schwelle von EUR 5.000 p.a.** wird auf **EUR 20.000 p.a.** (keine rückwirkende Mitteilung nötig), Art. 19(8),(9)
 - **Liste Führungspersonen** und in enger Beziehung stehende Personen, **Belehrung** Personen in enger Beziehung **durch Führungspersonen**, Art. 19(5)



MarktmissbrauchsVO – Managers' Transactions (2)


- **Handelsverbot (Closed Periods):** Führungsperson, darf im Zeitraum von 30 Tagen vor "Ankündigung" (Bekanntmachung) Zwischen-/ Jahresabschluss (**nicht Q1/3 Mitteilung**) weder direkt noch indirekt Eigengeschäfte oder Geschäfte für Dritte tätigen, Art.19 (11)
- Sonderfall: **Verkürzung durch Veröffentlichung vorläufiger Zahlen** (all key informations ... expected to be included in a year-end report)
ESMA Q&A MAR 7.2
- **Ausnahmen vom Handelsverbot (BaFin: auch für Organmitglieder):**
Art.19 (12), Art.7-9 DelVO (EU) 2016/522

5. EU-GeldwäscheRL



5. EU-GeldwäscheRL (1)

- **Änderungsrichtlinie zur 4. EU-GeldwäscheRL (EU) 2015/849 bis Januar 2020 ins nationale Recht umzusetzen (von Experten 5. EU-GeldwächeRL genannt)**
- **Seit Mitte dieses Jahres liegt ein Regierungsentwurf des Umsetzungsgesetzes vor. Neben der Umsetzung der RL hat deutscher Gesetzgeber „gold plating“ betrieben, im Detail:**
 - Cryptowerte nunmehr ausdrücklich als Finanzinstrumente im KWG; Cryptoverwahrgeschäft nunmehr eine Finanzdienstleistung im Sinne des KWG (dadurch auch Verplattete im Sinne des GwG), die nicht mit anderen Finanzdienstleistungen kombiniert werden darf
 - Verpflichteten-Kreis erweitert (vgl. § 1 Abs. 24 GwG-E – s. nächste Folie)
 - Noch strengere Sorgfaltspflichten bei PEP und Hoch-Risiko-Ländern
 - Zwingende Einsicht ins Transparenzregister (verpflichtende Meldung von Unstimmigkeiten in diesem Zusammenhang)
 - Reliance auf andere Verpflichtete bei Inlandssachverhalten nur, wenn deutsche Anforderungen vom Dritten erfüllt worden sind



5. EU-GeldwäscheRL – § 1 Abs. 24 GwG-E (2)

- **Verpflichtete sind nunmehr auch:**
 - Unternehmen, deren hauptsächliche Tätigkeit darin besteht Beteiligungen zu erwerben, zu halten und zu veräußern
 - M&A Berater
 - Unternehmen, die Forderungen zu Finanzierungszwecken kaufen
 - § 34f GewO-Vermittler (letzten beiden Punkte betreffen verstärkt die FinTech-Branche)
- **Allerdings: für Konzernholdings greift eine Ausnahme!**
- **Rechtsfolge: Pflichten nach dem GwG voll zu erfüllen!**
 - Organisation anzupassen/entsprechende Dokumentation zu schaffen
 - Zwingende Identifikation von Vertragspartnern und wirtschaftlich Berechtigten (z.B. durch Einholung beglaubigter Ausweiskopien, PostIdent, Einsicht Transparenzregister (s.o.))

Weitere Regelungen



Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie

- **Rechnungslegung § 114 ff. WpHG**

- Redaktionelle Änderungen für Abschlüsse ab 1.1.2016, § 114-118 WpHG
- Alle Berichte **10 Jahre zugänglich** beim Emittenten
- **Einheitliches, maschinenlesbares Veröffentlichungsformat als elektronischer Jahresberichtsstandard** für Berichte ab 1.1.2020
- Vorschlag ESMA RTS (Regulatory Technical Standard) für das EU-einheitliche digitale Berichtsformat ESEF (European Single Electronic Format), 12.2017
- Durch EU-DVO gilt **XHTML bzw. iXBRL (inlay eXtensible Business Reporting Language)** für Abgabe, Art. 3
- Art. 4 Nr. 1: Konzernabschlüsse nach IFRS um Zusatzinformationen in Form sog. XBRL-Tags (eXtensible Business Reporting Language) ergänzt (für Anhang ab 1.1.2022)
aber nicht alle zur Analyse nötigen Informationen verpflichtend mit XBRL-Tags

Rechtsprechung



Rechtsprechung Haftung (1)

- **BGH** (BeckRS 2018, 22957):
Vorstand kann gegenüber einer Schadensersatzklage der Aktiengesellschaft, die mit dem Verstoß gegen einen zu Gunsten des Aufsichtsrats eingerichteten Zustimmungsvorbehalt begründet ist, einwenden, der **Aufsichtsrat hätte den von ihm durchgeführten Maßnahmen zugestimmt, wenn er ihn gefragt hätte**
- **BGH** (NJW 2017, 578) "HSH Nordbank AG"
 - Bei Überschreitung unternehmerischer Grenzen der **zukunftsbezogenen Gesamtabwägung von Chancen und Risiken auf informierter Grundlage** ("alle Informationsquellen ausgeschöpft") nach § 93 (1) AktG liegt ("gleichsam automatisch") Pflichtwidrigkeit iSv § 266 StGB (Untreue) vor
 - **Fehler in Veröffentlichung von Finanzberichten** können tatbestandsmäßig im Sinne der Strafnorm des § 400 (1) AktG sein, Wertung hat nicht anhand der Höhe des Fehlers, sondern in Gesamtbetrachtung aller Umstände zu erfolgen

Rechtsprechung Haftung (2)

- **BGH** (NZG 2019, 105) Ad-hoc Mitteilungspflichten hinsichtlich Geltendmachung von Organhaftungsansprüchen
 - Ob ehemaliges Mitglied des Vorstands seine Pflichten verletzt hat, ist eine rechtliche Würdigung, die als Meinungsäußerung mangels Beweisbarkeit keine Tatsache ist.
 - Für die Auslegung des Begriffs der Auswirkungen auf die Vermögens- oder Finanzlage oder den allgemeinen Geschäftsverlauf ist auf die im Rahmen **der Regelpublizität des Emittenten zu offenbarenden Tatsachen abzustellen.**
 - Die Verfolgung von Schadensersatzansprüchen gegen ein ehemaliges Mitglied des Vorstands wegen der Verletzung von Sorgfalts- und Treupflichten **kann wegen des durch das Verhalten geschaffenen Ergebnisses oder der aus dem Verhalten abgeleiteten Einschätzung von der Qualität des Managements kursrelevant sein, wenn diese Einschätzung auch nach dem Ausscheiden noch von Bedeutung ist** (im konkreten Fall beides verneinend).

Rechtsprechung Entlastung (3)

- **OLG Celle** (NZG 2018, 904)
 - Begriff der Unabhängigkeit in Nr. 5.4.2. S. 1 DCGK **ist unbestimmt**; deswegen konnte im Streitfall der für eine erfolgreiche Beschlussanfechtung erforderliche **eindeutige Gesetzes- oder Satzungsverstoß**, der vom Kläger insbesondere in fehlender Unabhängigkeit von Aufsichtsratsmitgliedern und deswegen fehlerhafter Entsprechenserklärung gesehen wurde, nicht festgestellt werden, insoweit besteht weites Ermessen
 - Ist Entsprechenserklärung gem. **§ 161 AktG fehlerhaft**, ist die Schwelle zu einem die Anfechtung eines Entlastungsbeschlusses tragenden schwerwiegenden Gesetzesverstoß regelmäßig **erst dann erreicht**, wenn die **Unrichtigkeit der Erklärung einen nicht unwesentlichen Punkt betrifft und aus dem Fehler ein Informationsdefizit der abstimmenden Aktionäre** resultiert, das sich auf den Entlastungsbeschluss auswirkt

Rechtsprechung (4)

- **BGH** (NZG 2019, 937) Erhebung aktienrechtlicher Unterlassungsklagen ohne unangemessene Verzögerung
 - Eine Unterlassungsklage, mit der ein Aktionär einen Eingriff in seine Mitgliedschaftsrechte durch pflichtwidriges Organhandeln abwehren will, ist ohne unangemessene Verzögerung zu erheben.
 - Hierbei hat sich der Aktionär an der Monatsfrist des § 246 AktG zu orientieren: *„[Der auf] Unterlassung oder Wiederherstellung gerichteter Leistungsanspruch [ist] innerhalb einer Frist klageweise geltend zu machen [...], die zu der Monatsfrist des § 246 AktG nicht außer Verhältnis steht“*
- **BGH** (NZG 2019, 420) Vertretung der Aktiengesellschaft durch den Aufsichtsrat bei Rechtsgeschäften
 - Der Aufsichtsrat vertritt die Aktiengesellschaft nicht nur bei Rechtsgeschäften, die mit einem Vorstandsmitglied selbst geschlossen werden, **sondern auch bei Rechtsgeschäften mit einer Gesellschaft, deren alleiniger Gesellschafter ein Vorstandsmitglied ist.**

Rechtsprechung (5)

- **OLG Frankfurt am Main** (NZG 2019, 1055) Stimmlos gefasster Beschluss für die Bestellung des AR
 - Ein Verstoß gegen die Mitteilungspflicht gem. § 20 AktG führt nicht zur Nichtigkeit eines Aufsichtsratsbestellungsbeschlusses, sondern macht den Beschluss nach § 243 Abs. 1 AktG anfechtbar.
 - Dies gilt sogar dann, wenn durch den Stimmrechtsverbot (hier § 20 Abs. 7 AktG) die gesamten Stimmen in der HV fehlen (Stimmlos gefasster Beschluss).
- **OLG München** (NZG 2018, 1389) Voraussetzungen eines wichtigen Grundes zur Abberufung von Aufsichtsratsmitgliedern
 - Hinsichtlich des Vorliegens eines wichtigen Grundes ist entscheidend, dass das weitere Verbleiben des betreffenden Aufsichtsratsmitglieds im Amt die Funktionsfähigkeit des Aufsichtsrats nicht unerheblich beeinträchtigt oder eine sonstige Schädigung der Gesellschaft erwarten lässt, **mithin für die Gesellschaft unzumutbar ist**. Entsprechend § 84 Abs. 3 Satz 2 AktG und unter Berücksichtigung der besonderen Umstände des jeweiligen Einzelfalls ist dies **bei grober Pflichtverletzung des Aufsichtsratsmitglieds oder Unfähigkeit zur ordnungsmäßigen Wahrnehmung der Aufsichtsratsaufgaben** regelmäßig zu bejahen.
 - Das Fernbleiben von Aufsichtsratssitzungen kann erst dann einen wichtigen Grund zur Abberufung eines Aufsichtsratsmitglieds darstellen, **wenn es auf eine Boykothaltung des Aufsichtsratsmitglieds schließen lässt**. Im Übrigen setzt eine als Boykott einzustufende Nichtteilnahme eines Aufsichtsratsmitglieds an einer Aufsichtsratssitzung voraus, dass das Aufsichtsratsmitglied rechtzeitig und ordnungsgemäß geladen und über die einzelnen Tagesordnungspunkte vorab ausreichend, in der Regel durch Überlassung entsprechender schriftlicher Unterlagen, informiert wurde.

Rechtsprechung - HV Zuständigkeit (6)

- **LG München** (NZG 2019, 384) Zu ungeschriebenen Zuständigkeit der Hauptversammlung bei einem Business Combination Agreement
 - Die Konzeption des Aktienerwerbs durch den Tausch nach den Vorgaben des WpÜG mit dem damit verbundenen Wechsel der Aktionärsstellung begründet keine ungeschriebene Hauptversammlungskompetenz. **Eine Mediatisierung ist damit nicht verbunden.**
 - Die Annahme einer ungeschriebenen Hauptversammlungskompetenz würde darüber hinaus **Wertungen des WpÜG widersprechen, durch deren Schutzmechanismen die Aktionäre zudem hinreichend geschützt sind.** Eine andernfalls eröffnete Konzerneingangskontrolle ist dem deutschen Recht fremd, demzufolge Aktionäre die Einbindung einer AG in Konzernverhältnisse hinzunehmen hat.
 - Eine Zuständigkeit der Hauptversammlung ergibt sich auch nicht nach § 293 Abs. 1 AktG wegen eines so **genannten verdeckten Beherrschungsvertrags.** Unabhängig davon, ob eine derartige Rechtsfigur überhaupt anzuerkennen ist, kann das hier vorliegende Business Combination Agreement nicht als ein solcher ausgelegt werden.
 - Die Zuständigkeit der Hauptversammlung ergibt sich ferner auch nicht aus einer wegen einer **Satzungsdurchbrechung erforderlichen Satzungsänderung nach § 179 Abs. 1 AktG,** da mangels Konzernbildungskontrolle gerade keine Konzernöffnungsklausel in der Satzung notwendig ist.



Dr. Timo Holzborn
M: +49 (0) 179 21 31 882
E: tholzborn@orrick.com



orrick