

# Neuerungen im Kapitalmarktrecht

Dr. Timo Holzborn



- Änderung des Deutschen Corporate Governance Kodex 2017
- Weitere Regelungen
- Änderung EU-Finanzmarktregulierung (MiFID/MiFIR II)
- Umsetzung der 4. EU-GeldwäscheRL im Geldwäschegesetz
- Änderungen AktionärsrechteRL/Aktienrecht
- HV Themen 2018
- Änderungen durch neue EU-ProspV
- Erfahrungen mit der EU-Marktmissbrauchsregulierung (MAD II (CRIM)/MAR II)
- Rechtsprechung



# **Änderungen Deutscher Corporate Governance Kodex 2017**



- **Änderungen am 7.2.2017 beschlossen; in Kraft seit 24.4.2017**
  
- **Redaktionelle Änderungen insbesondere aufgrund von Gesetzesänderungen**
  - Präambel, **Apell** zur verantwortungsvollen Teilnahme **an institutionelle Investoren**
  - Streichung Briefwahl (§ 124a AktG vorrangig) 2.3.1 sowie Finanzkalender 6.2
  - Streichung abgelaufener Daten
  - Streichung Directors Dealings bei 1% Anteilsbesitz VS, AR, Gesamtgremium 6.2 a.F.



## ➤ **Änderungen, insbesondere im Bereich Aufsichtsrat:**

- 5.2 (neu) **Investorengespräche durch AR-Vorsitzenden** in „angemessenem Rahmen“ über „AR-spezifische Themen“; Folge Nachauskunftsrecht § 131 (4) AktG?
- Dies sind Themen, für die **AR allein verantwortlich** und von ihm allein zu entscheiden; sie sind durch gesamt AR festzulegen/Aufnahme zu beschließen  
**Problem: Ad-hoc ohne Vorstand?**
- **Einschränkung:** durch Kompetenz - keine VS Themen (bzw. die Rückschlüsse darauf zulassen) übertragbar (§ 11 (4) S. 1 AktG)/Gleichbehandlung/Insiderinformation  
**Kritik:** Was bleibt? Nur für AR-Vorsitzenden aufgrund Beschluss?
- 5.4.1 (2) S. 1 **Kompetenzprofil** Gesamtgremium festlegen und offenlegen: Internationale Tätigkeit, Regelgrenze Alter/Dauer, Diversity, Fähigkeiten, Kenntnisse, unabhängige Mitglieder unter Berücksichtigung Eigentümerstruktur
- **Unabhängige Mitglieder** sind **namentlich** offenzulegen 5.4.1 (4) S. 3



## ➤ **Änderungen, insbesondere im Bereich Aufsichtsrat:**

- Festzuhalten in **Lebenslauf** bei HV-Vorschlag 5.4.1 (4), der zu **aktualisieren** ist
- **Prüfungsausschuss** 5.3.2: Neugliederung; über Gesetz hinaus: Vorsitz unabhängig/nicht VS in Colling-off/Nicht AR-Vorsitz
- **Vorstandsvergütung:**
  - 4.2.3 (2) S.2 Mehrjährige (2-4 J.) Bemessung für variable Bestandteile mit „im Wesentlichen“ zukunftsbezogener Grundlage
  - 4.2.3 (2) S.9 Keine vorzeitige Auszahlung variabler Bestandteile
- 4.1.3 S.2 **Compliance Management System** einrichten und (mind. im Geschäftsbericht, nicht unbedingt DCG-Bericht **offenlegen (Whistleblower Hotline als Teil dessen)**)
- 4.1.3 S.3 **Whistleblower System:** Geschützte (anonyme) Hinweise in geeigneter durch MA/Dritte müssen möglich sein, Intern (Recht/IR) oder Dienstleister: **Zusätzlich Verpflichtete i.S.d. § 2 GwG** gesetzlich verpflichtet (**auch bei Finanzdienstleister/Banken** als Organisationspflicht)
- 7.1.1 S.2 **Faktischer Zwischenbericht: Unterjährige Information**, sofern keine Quartalsmitteilungen, in geeigneter Form **über Geschäftsentwicklung**, insb. Wesentliche Veränderung Geschäftsaussichten und Risikosituation



# Weitere Regelungen



- **CSR RL 2014/95/EU (in Ergänzung zur Bilanz RL 2013/34/EU) zur Berichterstattung über nichtfinanzielle Informationen und Diversität, ab Geschäftsjahr 2017**
  - Umsetzung in §§ 289c, 289f, 315b, 315c, 340a (1a), 341a (1a) HGB BGBl. I 2017 S.802
  - Gilt für bestimmte große Unternehmen mit Vorbildfunktion (Börsennotierung, Banken/Versicherungen, §§ 267, 264a HGB, wenn 500 MA)
  - Beschreibung Geschäftsmodell in nichtfinanzieller Erklärung mindestens auf Umwelt-, Arbeitnehmer- und Sozialbelange sowie die Achtung der Menschenrechte und Bekämpfung von Korruption und Bestechung einzugehen (§ 289c (1) (2) HGB). Hinzu treten die Angaben nach § 289c (3) HGB; gilt auf für Konzern
  - Konkretisierung im DRS 20





➤ **Veröffentlichung Leitlinien EU Abl. EU Nr.C215v.5.7.2017 (unverbindliche Empfehlung)**

- Wichtigste Grundsätze der Formulierung: den tatsächlichen Verhältnissen entsprechend, ausgewogen und verständlich, umfassend, aber prägnant, strategisch und zukunftsorientiert, konsistent und kohärent und auf Interessenträger ausgerichtet
- Beispiele und Inhalte: Geschäftsmodell, Due Diligence Prozesse, CSR-Konzepte und Ergebnisse, wesentliche Risiken und deren Handhabung sowie Leistungsindikatoren
- Einbeziehung diverser internationaler Rahmenwerke (OECD, ISO 26000 etc.)



- **Gegenparteien von Securities Financing Transaction sind meldepflichtig VO (EU) 2015/2365 („Schattenbanken“)**
  - Leih- und Verleih-, Pensions- und Reverse Pensions-, Kauf/Rückkauf-, Lombardgeschäfte, nicht Derivate, aber Liquiditätsswap/Sicherheitentausch
  - Definition erfasst auch entsprechende Transaktionen über Waren (dazu VO (EG) 1287/2006 Art. 3 Nr. 17) und garantierte Rechte an Wertpapieren und Waren
  - Meldepflicht an Transaktionsregister/Transparenz für Investmentvermögen/Verwendung Sicherheiten
  
- **Verschärfung der Investitionsprüfung von Außer-EU Bietern ab Erwerb 25 % Stimmrechte**
  - Sektorübergreifendes Investitionsprüfverfahren Anwendung (§§ 4 Abs. 1 Nr. 4, 5 Abs. 2 AWG, §§ 55 bis 59 AWV), prinzipiell für alle Branchen, unabhängig von der Größe der am Erwerb beteiligten Unternehmen, Anzeigepflicht mit Eingriffsrecht oder Unbedenklichkeitsbescheinigung
  - Sektorspezifische Investitionsprüfung; abweichende Sonderregeln für den Erwerb bestimmter Rüstungs- bzw. IT-Sicherheitsunternehmen (§§ 4 Abs. 1 Nr. 1, 5 Abs. 3 AWG, §§ 60 bis 62 AWV), Anmeldepflicht



# **Änderungen EU-Finanzmarktregulierung (MiFID/MiFIR II)**



- **Neufassung FinanzmärkteRL 2014/65/EU (MiFID II)**
  - Veröffentlicht am 12.6.2014, EU-Abl. L 173/349
  - Umsetzungszeitraum in deutsches Recht ursprünglich bis 3. Januar 2017
  - Inkrafttreten (nach Verzögerung) am 3.1.2018
  
- **FinanzmärkteVO 2014/600/EU (MiFIR)**
  - Veröffentlicht am 12.6.2014, EU-Abl. L 173/84
  - Direkte Geltung (nach Verzögerung) ab 3.1.2018



## ➤ **Verbesserung Anlegerschutz**

- **Unabhängige Anlageberatung/Honorarberatung** vorab umgesetzt seit 1.8.2014; Zuwendungen nur noch, wenn Servicequalität verbessert wird und offen zu legen, nach ESMA Vorschlag nicht mehr, um Geschäftsbetrieb zu finanzieren

## ➤ **Product Governance** – Aufsicht über Entwicklung von Investmentprodukten und Produktintervention (Verbot) direkt gerichtet an Produktkonzipierer und Vertrieb (WpDL); d.h. Produktüberwachungsanforderungen, Produktfreigabeverfahren, Produktüberprüfungsverfahren, Zielmarkt-Bestimmungen; Vertriebsstrategie; Interaktion zwischen „Produzenten“ und „Vertreibern“

## ➤ **Mittelbare Verpflichtungen Emittenten, da Vertrieb (selbst bei execution only) nur noch, wenn Informationen gegeben werden :**

- Zielmarkt ist festzulegen (Art. 16(3) UA 3 – 6 **MiFID II**; § 80 Abs. 9 **WpHG-neu**); ähnlich Art. 8 Abs. 3c) (iii) PRIIP-VO: Basisinformationsblatt enthält „eine Beschreibung des Kleinanlegertyps, an den das PRIIP vermarktet werden soll, insbesondere was die Fähigkeit, Anlageverluste zu verkraften, und den Anlagehorizont betrifft“
- Performance eines Finanzinstruments ist unter verschiedenen Marktsituationen zu testen (Szenario-Analyse), z.B. eine Einschätzung für folgende Szenarien (Art. 9(3)(b), iVm Art. 1(4) **MiFID II** § 63 Abs. 4 und Abs. 5 § 80 Abs. 11 - 13 **WpHG-neu**):
  - Verschlechterung des Marktumfelds
  - der Produktkonzipierer oder eine involvierte Drittpartei haben finanzielle Schwierigkeiten
  - das Produkt erweist sich als kommerziell nicht tragfähig
  - die Nachfrage nach dem Produkt ist weit höher als erwartet und belastet die Ressourcen der Wertpapierfirma oder die Dynamik des Underlying
  - Gegenpartei-Risiko verwirklicht sich



- **Umsetzung nicht enthalten im 1. Finanzmarktnovellierungsg (FiMaNoG)**
- **2. FiMaNoG BGBl.** WpHG wurde überarbeitet und erweitert, sowie neu nummeriert (ab 2018)
  - Befugnis der BaFin zur Produktintervention: künftig gelten die Regeln der MiFIR
  - Nach der Grundnorm der Verhaltensregeln (§ 31 Abs. 1 Nr. 1 WpHG) waren Wertpapierdienstleistungen bislang „im Interesse“ der Kunden zu erbringen. Die neu gefasste Vorschrift (§ 63 Abs. 1 WpHG -neu) spricht nun von dem „bestmöglichen Interesse“ der Kunden.
  - Bei Umgang mit Interessenkonflikten wird die (vorrangige) Pflicht zu deren Vermeidung (und nicht bloß zur Offenlegung) stärker betont (siehe §§ 31 Abs. 1 Nr. 2, 33 Abs. 1 S. 2 Nr. 3 WpHG einerseits, §§ 63 Abs. 2, 58 Abs. 3, 59 Abs. 2 WpHG-neu andererseits).
  - Änderungen des KAGB zum Zweck der Anpassung an die PRIIPs-Verordnung
    - BaFin Eingriffsbefugnisse für die BaFin (gilt erst einmal nur für Spezial-AIF, die an semi-professionelle Anleger vertrieben werden)



- **Verpflichtungen Wertpapierdienstleistungsunternehmen: (beispielhaft)**
  - Angemessenes Konfliktmanagement für die Interessenkonflikte betreiben, die bei der Konzeption von Investmentprodukten typischerweise bestehen.
  - Kostentransparenz (vor/nach Trade) verbessern.
  - Dabei ist den Bedürfnissen des Zielmarktes Rechnung zu tragen.
  - Überwachung des Produktvertriebs durch den Emittenten.
  - Ergreifen von Maßnahmen in bestimmten Situationen (Postsale-Obligations).
  - Execution only nur noch bei Aktien/Anleihen/UCITS Fonds ohne derivative Elemente
  - Organisationspflichten (Aufzeichnung aller telefonischer/elektronischer Kommunikation) für WP Firmen



## ➤ **Marktbezogene Themen**

- Mehr **Handelstransparenz**/neue Meldepflichten (Vor/Nachhandelstransparenz) für alle Produktgruppen, Reduzierung von Dark Pools, EU-konsolidierte Datenbänder (CTPs)
- Neue Kategorie der **organisierten Handelssysteme erfasst nahezu alle Märkte**
- **(Bank-)Erlaubnispflicht von algorithmischen Hochfrequenzhandel** und Beschränkung des Hochfrequenzhandels (Order to Trade Ratio), Festlegung kleinstmögliche Preisänderungen vorab umgesetzt im **Hochfrequenzhandelsgesetz** vom 15.05.2013;
- **Settlement CCP Zugang**
- **Regeln für Benchmarks/Indizes (MiFIR II)**
- Handelspflicht für OTC Derivate (Transparenz in EMIR)





# **Umsetzung der vierten EU-Geldwäsche RL im Geldwäschegesetz**



- **4. EU-GeldwäscherL (EU)2015/849**
- **Umsetzung am 24.6.2017 im deutschen GwG unter Neuaufnahme eines Transparenzregisters BGBl. 2017 I S. 1822**
  - Verpflichtete: Maßvoll ausgeweitet bei Glücksspiel
  - Sorgfaltspflicht bei Bargeldannahme greift nun ab 10.000 EUR (zuvor 15.000 EUR)
  - **Natürliche Person ist zu ermitteln** oder **Organe** (z.B. Geschäftsführer, Partner) gelten als wirtschaftlich Berechtigte (wB), bei Stiftungen Organe, Begünstigte (ggf. Gruppe) § 2
  - wB sind zu identifizieren, KYC bzw. Identitätsprüfung
  - Zwingendes **Risikomanagement** System (§§ 4, 5)
  - mit **Whistleblowing** § 6 (5)



## ➤ **Einführung Transparenzregister § 18 ff.**

- Verpflichtete: Juristische Personen Privatrecht (GmbH, AG, Verein § 20), eingetragene Personengesellschaften (OHG, KG, § 20) und Rechtsgestaltungen (Trust, Stiftung, § 21) müssen auf ihrer Ebene Anteilseigner bzgl. wirtschaftlich Berechtigter fragen und melden
- Identifizierung und Eintragung wirtschaftlich Berechtigter = natürliche Personen mit Beteiligung am Kapital in Höhe von mehr als 25 % oder Kontrolle von mehr als 25 % der Stimmrechte, ähnliche Art der Kontrollausübung (z.B. Treuhand, Stimmbindungsvertrag)
- **Natürliche Person ist zu ermitteln** oder **Organe** (z.B. Geschäftsführer, Partner) gelten als wirtschaftlich Berechtigte (wB), bei Stiftungen Organe, Begünstigte (ggf. Gruppe)
- **Ausnahme:** Daten sind inhaltsgleich in öffentlichem Register ausgewiesen (z.B. HR, GenR, UntR, nicht: Gesellschafterliste vor 2008) § 20 (2)
- **Börsennotierte AG** (regulierter Markt): Pflicht gilt als erfüllt;  
**Problem:** Tochter/Gruppenesellschaften, Beteiligungen
- **Unbeschränkte Einsicht** für Behörden, Verpflichtete im Rahmen ihrer Verpflichtungen, beschränkte Einsicht bei berechtigtem Interesse für Dritte, z.B. Journalisten



# **Änderungen AktionärsrechteRL/Aktienrecht**



- **2012 EU Corporate Governance Action Plan (CGAP – 16 Maßnahmen)**
- **Änderung AktionärsrechteRL, (SRD II), (EU) 2017/838 Umsetzung bis 2019/HV 2020**
  - Bessere Identifizierung Aktionäre Art. 3a, (ggf. beschränkt bei Aktionären unter 0,5 %); Weiterleitung Auskunftsverlangen in Depotkette,
  - Mehr Transparenzregeln für institutionelle Anleger/Asset Manager/Proxy Advisors
  - Überwachung Vergütungspolitik durch Aktionäre Art. 9a
    - Verbindlicher/beratender „**Say on Pay**“ Beschluss der HV (derzeit § 120 AktG „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 (im Detail anders DCGK) mit Verhältnis Unternehmensleistung zu Vergütung Arbeitnehmer; für 10 Jahre zu veröffentlichen
    - Haftung der Vorstände für Pflichtverletzung bei Vergütungsbericht



- **Überwachung von Transaktionen mit nahestehenden Personen**
  - Art. 9c Wesentliche Transaktionen mit nahestehenden Personen „related parties“ (IAS 24, außer 100 % Töchter)
  - Stufe 1: **Öffentliche Bekanntmachung (ggf. mit Fairness Opinion** eines unabhängigen Dritten, der bewertet, ob die Transaktion zu marktüblichen Bedingungen getätigt wird und bestätigt, dass sie aus Sicht der Aktionäre und Minderheitsaktionäre fair und vernünftig ist) (Entwurf 1 % Unternehmenswert)
  - Stufe 2: **Zustimmung durch AR** (Entwurf 5 % Unternehmenswert)
  - **Kriterien:** Wesentlich Unternehmensvermögen betreffen oder erhebliche Auswirkungen auf den Gewinn oder den Umsatz haben können; „Umgekehrter“ § 179a/„Holzmüller“
  - Vergleich: Class Test der Behörde FCA in GB
  - **Ausnahmen:** Zustimmung HV ist erforderlich, Gleichbehandlung aller Aktionäre, Vorstandsvergütung, Geschäfte im ordentlichen Geschäftsgang und zu marktüblichen Bedingungen
  - **Problem:** Ersatz des Konzernrechts; auch operatives Geschäft betroffen



# HV Themen 2018



- **CSR-Berichterstattung Wesentlichkeit, Wp-Review**
- **HV-Kompetenz bei Sonderthemen (Übernahme, Verkauf, Merger etc.)**
- **Vergütungssystem im Vorgriff auf Say on Pay, Claw-back Klauseln**
- **Macro-Umfeld, Zinswende**
- **Organisationspflichten, z.B. Compliance Management System, Whistleblower Hotline im Hinblick auf Entlastung Vorstand/Aufsichtsrat (Anfechtungsbeschluss anfechtbar, wenn eindeutiger und schwerwiegender Gesetzesverstoß)**
- **IFRS 15/16 Auswirkungen auf Abschlüsse**





# Änderungen durch neue EU-ProspV



- **Ersatz der ProspektRL und WpPG durch neue EU-ProspV (EU) 2017/1129**
- **Künftig:**  
**EU-ProspV (ab 21.7.2019) zu Prospektpflicht und Ausnahmen**  
**Prosp-InhV 809/2004/EG zu Prospektmindestinhalt**
- **Neuerungen**
  - Schwellenwert für Anwendbarkeit wird von 5 auf 8 Mio. EUR (in 12 Monaten) angehoben (darunter nach Vorschriften lokaler Wachstumsmärkte **ab 20.7.2018**)
  - Kein Prospekt bei öffentlichem Angebot, wenn 1 Mill. EUR EU-weit (in 12 Monaten) Art. 1 (3) **ab 20.7.2018**; früher 100.000 EUR in D; Ausnahmen an weniger als 150 Anleger/qualifizierte Anleger bleibt Art. 1 (4) b), c)
  - EU-Wachstumsprospekt (KMU, Mid-Cap bis 500 Mio. EUR Market Cap bei 3 jähriger Vorzulassung) bis 20 Mio. EUR, Art. 15; Vereinfachter Prospekt
  - Neues einheitliches Registrierungsformular für Daueremittenten Art. 9



## ➤ **Neuerungen**

- Neue Vorgaben für die Zusammenfassung bei Prospekten Art. 7
- Neue Vorgaben bei Risikofaktoren Art. 16, wesentlich und spezifisch
- Vereinfachte Verweisungen
- Prospekthaftung bleibt bei den Mitgliedsstaaten Art. 11 (vgl. § 21 ff. WpPG)
- Reihe von technischen Regulierungsstandards durch ESMA bis 2019

## ➤ **Bereits seit 20.7.2017 in Kraft:**

- Ausweitung prospektfreier Zulassung (ohne öffentliches Angebot) (in 12 Monaten) auf 20 % des Grundkapitals, Art. 1 (5) UA 1 a),
- Dies (20 %) gilt auch bei Umtausch/Eintausch von WP, wenn dieselbe Gattung zugelassen ist Art. 1 (5) UA 1 b)
- Einschränkung: Nicht für Wertpapiere, die Aktienzugang geben und vor 20.7.2017 geschaffen wurden



# **Erfahrungen mit der EU- Marktmissbrauchsregulierung MAR (II) (CRIM)MAD II**



- Ersatz MarktmissbrauchsRL (MAD) durch **direkt anwendbare MarktmissbrauchsVO-MMVO (Market Abuse Regulation - MAR)**
  - Veröffentlicht am 12.6.2014 EU-Abl. L 173/1; **Inkrafttreten: 03.07.2016** Art. 39
  - **Anwendungsbereich** Insider/Ad-hoc/Directors Dealings/Marktmanipulation **auch Schuldverschreibungen und Freiverkehr, wenn Emittent Einbeziehung zugestimmt hat**
  - Festlegung von Durchführungsstandards durch DVOs / ESMA / BaFin FAQs
  - Umsetzung: **1. FinanzmarktnovelierungsG (1. FiMaNoG):**
    - Teile des WpHG (§§12 – 15b) und der WpAIV sind weggefallen, stattdessen Formaldetails in MAR/DurchführungsV
    - Veröffentlichungsmodus in neuem § 15 WpHG (nur Deutschland)
  - Neunummerierung und Umsetzung MiFID II: **2. FinanzmarktnovelierungsG (2. FiMaNoG):**



- **Neues Insiderrecht:** Art. 7-11, 14 (statt § 12-14 WpHG)
  - Art. 7 (1) (ähnlich § 13 WpHG): 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.
  - **Erweiterungen:**
    - **Stornierung** oder **Änderung** eines Auftrags (Art. 8 (1) S. 2)
    - Handeln aufgrund einer **Empfehlung** (Art. 8 (3))
    - Handeln in **Closed Period** Art. 19
    - Warenderivate/Emissionszertifikate und Ausführungsinformationen Art. 7 (1) b)-d)
- **MAR nach EuGH Vorgabe:**
  - Zwischenschritte reichen (Art. 7 (2) S. 2, (3); EG 16); BGH/EuGH; „Geltl/Daimler“
  - Keine Probability - Magnitude Regel bei Information EG 16; Lit: Ggf. bei Kursrelevanz
  - Kenntnis lässt Verwenden vermuten
- **Ausgenommen:**
  - Legitime Handlungen (v.a. Finanzdienstleister/Banken) nach Art. Art. 9
  - Market Sounding/Marktsondierung im Sinne von Art. 11
  - Rückkaufprogramme/Stabilisierungsmaßnahmen nach Art. 5



- **Insiderinformation, mehrstufiger Prozess**, Ausgangspunkt: Fall Vorstandsvorsitzender S
  - 06.4.: Gespräch mit Ehefrau über Ausscheiden aus dem Vorstand
  - 17.5.: Gespräch mit AR-Vorsitzenden K über Ausscheiden, danach weitere AR-Mitglieder
  - 15.6.: S informiert möglichen Nachfolger Z
  - 13.7.: Einladung AR-Sitzung/Präsidialausschuss ohne Hinweis auf Ausscheiden Vorstand
  - 18.7.: S und AR Vorsitzender K verständigen sich über Nachfolge zum 31.12.
  - 18.7.: Übersetzer für eine Mitteilung wird eingeschaltet
  - 27.7.: Präsidialausschuss Beschluss über Vorschlag des Vorstandswechsels zum 31.12.
  - 28.7.: AR-Beschluss Vorstandswechsel zum 31.12. (9.20 Uhr), Ad-hoc 10.32 Uhr



## ➤ **Gerichtsentscheidungen zum Vorliegen Insiderinformation**

- OLG Stuttgart I, 2-2007: 28.7. da nicht auf Agenda und vorher nicht hinreichend wahrscheinlich
- OLG Stuttgart nach BGH Verfahrensfehler II, 4-2009: 27.7., da mit Präsidialausschuss Ausscheiden hinreichend wahrscheinlich („immer zugestimmt“), kein Zwischenschritt
- OLG Frankfurt OWiG 2-2009: Zwischenschritt Gespräch S. und K. Insiderinformation
- BGH Vorlage EuGH: Zwischenschritt oder Endergebnis? Wahrscheinlichkeit beweglicher oder starrer Maßstab?
- EuGH 2012: Zwischenschritte unabhängig von Endergebniswahrscheinlichkeit relevant, kein Probability/Magnitude Test bei Ermittlung Wahrscheinlichkeit=Feste Größe/Maßstab Entscheidung verständiger Anleger auf Basis aller verfügbaren ex ante Informationen
- BGH 2013: Sachverhaltsaufklärung: Präsidialausschuss falsch/zu spät, Gespräch Ehefrau zu früh, enger persönlicher Bereich; Kursspezifität
- OLG Stuttgart 2016: Am 17.5. bereits konkrete präzise Information: Vergleich am 17.12.2016





- **Neue Ad-hoc Publizität:** Art. 17 (statt § 15 WpHG)
  - Gleichlauf mit Insiderbegriff wird beibehalten
  - Pflicht zur Veröffentlichung und **Zugänglichmachung für 5 Jahre auf der Website** (bislang mindestens einen Monat)
- **Praktische Fälle:**
  - Ad-hoc während Aufstellung Finanzberichte
    - Erstellung Einzel-JA mit Dividendenvorschlag 20 % höher am 31.3., KonzernJA noch nicht abgeschlossen, AR-Sitzung am 15.4.
    - AR-Sitzung zur Pressekonferenz am 28.5.; am 24.5. Ad-hoc zu einem von dritter Seite kommunizierten abgelehnten Auftrag
  - Großaufträge, M&A
    - Vertragsverhandlungen ohne konkretes Ende, Vertragsabbruch häufig, Vertragsentwürfe 3 Tage zuvor verschickt
    - Vor Vertragsschluss erfolgt noch Due Diligence mit Kunden
  - M&A EG 31 deckt detaillierten (Preis/Menge) Entschluss zu Kaufen, der ohne Insiderinformation gefasst wurde ab
  - Lol, Eröffnung einer Due Diligence (aktienrechtliche Begründung?)
  - Problem: Insiderinformation aus Due Diligence?



➤ **Organisationspflichten**

- Vorstand ist bei Mutter ohne Internet Verbindung
- Ein Token als Newsprovider Zugang, Mitarbeiter ist krank
- Einbindung Ad-hoc Komitee/Vorstand/Vorstandmitglied

➤ **Finanzkennzahlen:**

- Es gelten die ESMA/2015/1415 Guidelines on Alternative Performance Measures-APM)
- Erforderlich §§ 33, 34, 41-43 APM-Leitlinien: Erläuterungen bei alternativen Finanzkennzahlen
- Verweisung auf Erläuterungen (z.B. auf Internetseite) möglich, § 45 APM-Leitlinien
- Zusätzlich BaFin wie bisher: Kennzahlen im Geschäftsverkehr üblich und Vergleich zu genutzten Kennzahlen ermöglicht



➤ **Aufschub bei Ad-hoc Publizität ist zulässig:**

- Bei „berechtigten Interessen“ des Emittenten, Art. 17(4) (Beeinträchtigung der berechtigten Interessen ist ausreichend, Schaden nicht erforderlich)
- EG 50 MAR: laufende Verhandlung (insb. bei finanzieller Überlebensfähigkeit und Vereitelung Abschluss), mehrstufige Entscheidungsprozesse, 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



- **Zivilrechtliche Haftung:**
  - Keine Vorgaben in der MAR; Beachtung insbesondere der §§ 97, 98 (37 b) und c) a.F.) WpHG
  - Diskussion (neu): Schutzwirkung zugunsten Dritter
  - Änderung der Verjährung §§ 97 und 98(37 b) und c) a.F.) WpHG am 10.07.2015
- **Also keine Sonderverjährung mehr!**
- **Es gilt: 3 Jahre zum Jahresende ab Entstehung/Kennntnis bzw. fahrlässiger Unkenntnis, §§ 195, 199 BGB**
- **Problemfälle bei zeitlicher Überschneidung in der Übergangsphase**
  - Es gilt eine absolute 3-Jahres-Verjährungsfrist
  - VW (LG Braunschweig)
  - Porsche



## ➤ **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: Wortlaut „oder“ „im Namen handeln“ unklar, aber wohl erfasst
- Listen von Führungspersonen und mit diesen eng verbundene Personen, Art. 19 (5)
- Ausweitung „**eng verbundene Person**“ (Art. 3 Nr. 26)= „in enger Beziehung stehend“ auf
  - alle Unterhaltsberechtigten (auch außerhalb des Haushalts)
  - deren kontrollierte Unternehmen
  - Belehrung/Unterschrift?



- **Neue Directors‘ Dealings:** Art.19 MAR (statt § 15a WpHG)
  - Mitteilungspflichtig sind nun auch:
    - **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
  - Nicht abschließende **Liste Geschäfte** in Art. 10 DelVO (EU) 2016/522, BaFin: nicht Geschäfte der AG in eigenen Aktien
  - **Mitteilungsfrist verkürzt: 3 statt 5** Geschäfts(Arbeits)tage Frist, Art. 19(1) Definition BaFin: alle Wochentage ohne Sonn-und Feiertag in Bonn/Frankfurt a.M.
  - **Formblatt** im Anhang der DVO (EU) 2016/523 zwingend (Einzelgeschäfte erforderlich)
  - **Frist für Emittent** „unverzüglich“
  - Regelungen greifen wie bisher **ab Schwelle von EUR 5.000 p.a.** (keine rückwirkende Mitteilung nötig), kann von BaFin auf EUR 20.000 erhöht werden, Art. 19(8),(9)
  - **Liste von Führungspersonen** und in enger Beziehung stehender Personen, **Belehrung** Personen in enger Beziehung **durch Führungspersonen selbst**, Art. 19(5)



- **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

*„(12) Unbeschadet der Artikel 14 und 15 darf ein Emittent einer Person, die Führungsaufgaben bei ihr wahrnimmt, erlauben Eigengeschäfte oder Geschäfte für Dritte während eines geschlossenen Zeitraums gemäß Absatz 11 vorzunehmen, vorausgesetzt, dass diese Geschäfte entweder*

*a) im Einzelfall aufgrund außergewöhnlicher Umstände, wie beispielsweise schwerwiegende finanzielle Schwierigkeiten, die den unverzüglichen Verkauf von Anteilen erforderlich machen, oder*

*b) durch die Merkmale des betreffenden Geschäfts für Handel bedingt sind, die im Rahmen von Belegschaftsaktien oder einem Arbeitnehmersparplan, von Pflichtaktien oder von Bezugsberechtigungen auf Aktien oder Geschäfte getätigt werden, wenn sich die nutzbringende Beteiligung an dem einschlägigen Wertpapier nicht ändert.“*



- **Wesentliche Änderungen** durch die MarktmissbrauchsVO ((EU) 596/2014) MAR/MMVO:
  - **Insiderrecht** Art.7-11 (statt §§ 12-14 WpHG) ESMA 2015/1455 BGH „Gelt“, EuGH „Lafonta“
  - **Ad-hoc Publizität** Art.17 (statt § 15 WpHG) ESMA 2015/1455 Ziff.7, DVO 2016/1055 (Aufschub), ESMA 2016/1130
  - **Managers‘ Transactions** Art.19 (statt § 15a WpHG), ESMA 1455/2015, DVO 2016/523
  - **Closed Periods** Handelsverbote für Führungskräfte in bestimmten Zeitfenstern Art.19 (Neu) DelVO 2016/522 Art.7-9
  - **Insiderlisten** Art.18 (statt § 15b WpHG) 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 (statt § 20a WpHG) 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
  - ESMA 2016/1130 **Guidelines MAR** draft: ESMA 2016/162, ESMA 2015/1415 Guidelines Alternative Performance Measures (**APM Richtlinien**)
  - ESMA Q&A 70-145-111 Vers. 7; BaFin FaQ zu Art. 17, 18, 19 MAR





- **Verschärfung der Strafen (Art. 30), Geldbußen (umgesetzt durch 1. FiMaNoG):**
  - mindestens Gewinnabschöpfung („vermiedene Verluste“) sowie Strafe bis 3x Gewinn
  - bis EUR 5 Mio. für nat. Pers., EUR 15 Mio. / 15 % Konzern-Umsatz bei jur. Pers. bei Verstoß gegen Insiderverbote oder Marktmanipulation
  - bis EUR 1 Mio. für nat. Pers., EUR 2,5 Mio. / 2 % Konzernumsatz bei jur. Pers. bei Verstoß gegen Ad-hoc Publizitätspflicht
  - bis EUR 500.000 für nat. Pers., EUR 1 Mio. bei jur. Pers. Bei Verstoß gegen Pflichten im Zusammenhang mit Insiderlisten und Directors‘ Dealings
- **Verwaltungsrechtliche Sanktionen:**
  - **Berufsverbot** für Führungsaufgaben in Wertpapierfirma (§ 36a KWG)
  - Aussetzung der Zulassung Wertpapierfirma sowie Untersagungsverfügungen (§ 35 KWG)
  - Naming und Shaming (Art. 34, § 40d WpHG): **Veröffentlichung jeder Sanktionierung** im Internet für mindestens fünf Jahre (auch bei Widerspruch). Nur anonymisierte Veröffentlichung, wenn unverhältnismäßig oder Stabilität des Finanzsystem gefährdet.
  - Bei Verhängung der Sanktionen sind alle Aspekte zu berücksichtigen, insbes. Schwere/Dauer des Verstoßes, Leistungsfähigkeit des Emittenten sowie dessen Kooperationsbereitschaft (Art 31).



# Rechtsprechung



- **EuGH** (AG 2017, 577) Mitbestimmung in Deutschland rechtmäßig
  - Zusammensetzung Aufsichtsrat nach MitbestG durch **Wahl nur deutscher Arbeitnehmer** EU-rechtlich **nicht zu beanstanden**, da nicht EU-rechtlich vorgegeben, sondern nur im deutschen Recht verankert.
  - Dies gilt auch, wenn Arbeitnehmer in Tochtergesellschaft im EU-Ausland wechseln.
- **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.



- **BGH** (NZG 2017, 261) Vertrauensentzug durch Hauptversammlung
  - Vertrauensentzug Vorstand durch HV rechtmäßig, wenn Gründe nicht zutreffend
  - Vertrauensentzug Vorstand durch HV nicht begründungsbedürftig.
  - Anhörung des Vorstands keine Wirksamkeitsvoraussetzung für Widerruf der Bestellung.
- **EuGH** (NZG 2015, 809) Insiderinformation
  - Information iSd. MarktmissbrauchsRL auch dann „präzise“, wenn kein eindeutiger Schluss möglich, ob Kurse steigen oder fallen.
  - Information auch dann kursrelevant, wenn nicht eindeutig bestimmt werden kann, ob Kurse steigen oder fallen.
  - Aber: kein Verzicht auf Erfordernis des „Handelsanreizes“.



- **BGH** (BKR 2016, 299): Keine Zurechnung des Wissens, dass Prokurist einer Bank als der Verschwiegenheit unterliegender Aufsichtsrat eines Drittunternehmens erlangt; Aufsichtsratsmitglied kann **nicht im Vorhinein** für bestimmten Themenbereich **generell von Schweigepflicht entbunden** werden, da Schweige gebot (§ 116 S. 1 iVm § 93 Abs. 1 S. 3 AktG) abschließende Regelung, nicht durch Satzung/Geschäftsordnung zu mildern oder verschärfen.
- **BGH** (AG 2015, 531) drittangestellter Vorstand **Aussage zur Haftung für Vorstand/Aufsichtsrat bei Beratereinschaltung:**  
Zur Erfüllung der Aufgaben kann (und muss ggf.) man sich externen (falls vorhanden auch internen) Sachverständigen (WP/RA) bedienen und deren Ergebnisse in jedem Fall lesen und plausibilisieren. Dabei ist darauf zu achten, dass Sachkundiger alle Informationen erhalten und verarbeitet hat und sich alle für den Unkundigen aufbringenden Fragen widerspruchsfrei beantwortet sind sowie darauf ob sich aufgrund der Auskunft weitere Fragen aufdrängen. Pflicht zur gegenseitigen Kontrolle der Vorstandsmitglieder bis zur Pflicht zum Einschreiten



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