

AUSTRITTSVERHANDLUNGEN DER
EUROPÄISCHEN UNION MIT DEM
VEREINIGTEN KÖNIGREICH:

**BREXIT-RISIKEN
MINIMIEREN UND
DEN EUROPÄISCHEN
KAPITALMARKT
STÄRKEN**

Empfehlungen des Deutschen Aktieninstituts



Herausgeber:

Deutsches Aktieninstitut e.V.
Senckenberganlage 28
60325 Frankfurt am Main
www.dai.de

Februar 2017

Alle Rechte vorbehalten

ISBN 978-3-934579-78-1

Zum Download siehe www.dai.de

**AUSTRITTSVERHANDLUNGEN DER EUROPÄISCHEN UNION
MIT DEM VEREINIGTEN KÖNIGREICH:**

**BREXIT-RISIKEN MINIMIEREN UND DEN EUROPÄISCHEN
KAPITALMARKT STÄRKEN**

Empfehlungen des Deutschen Aktieninstituts

Vorwort



Der Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union („Brexit“) wird unweigerlich schwerwiegende Auswirkungen auf die europäische Wirtschaft und Gesellschaft haben. Die konkreten Folgen hängen dabei vom Ergebnis der Brexit-Verhandlungen ab und sind deshalb noch nicht im Detail absehbar. Sicher ist jedoch, dass der Brexit eine große Herausforderung für alle Betroffenen darstellt.

Es liegt an den Verhandlungsführern beider Seiten, eine konstruktive und adäquate Lösung für die zukünftigen Beziehungen zwischen der Europäischen Union und dem Vereinigten Königreich zu gestalten, die die europäischen (Kapital-) Märkte stärkt und die negativen Auswirkungen des Brexit minimiert.

Zur Unterstützung der Verhandlungsführer auf Länder-, Bundes- und EU-Ebene hat das Deutsche Aktieninstitut eine interdisziplinäre Projektgruppe aufgesetzt. Die Mitglieder des Deutschen Aktieninstituts bringen ihre spezifische Erfahrung und Sichtweise ein, um zu definieren, welche Themengebiete in den Verhandlungen von besonderem Belang sein sollten. Es werden Wege aufgezeigt, wie die negativen Auswirkungen auf die betroffenen Volkswirtschaften minimiert werden können. Ich danke an dieser Stelle herzlich allen Mitgliedern des Brexit-Projekts für ihre herausragende und zeitaufwendige Arbeit, die dieses Positionspapier möglich gemacht hat.

Das „Brexit-Projekt“ des Deutschen Aktieninstituts hat sich hierfür intensiv mit dem britischen Referendum und den Folgen für einzelne Rechtsgebiete beschäftigt. Die dargestellten Analysen und Empfehlungen orientieren sich an den Bedürfnissen, die das Deutsche Aktieninstitut und seine Mitglieder für die deutschen und europäischen Unternehmen, Finanzplätze und Rechtssysteme identifiziert haben. Das vorliegende Papier wird laufend überprüft, weiter diskutiert und bei Bedarf überarbeitet. Es stellt jeweils die Anregung zum Zeitpunkt seiner Abfassung dar. Wir behalten uns vor, die Ausführungen dem jeweils aktuellen Verhandlungsstand anzupassen.

Der Inhalt gliedert sich in zwei Teile: Teil I beinhaltet allgemeine, übergeordnete Ausführungen und Überlegungen, die im Rahmen der Brexit-Verhandlungen Beachtung finden sollten. Teil II geht im Detail ein auf technische Aspekte und Fragen der Regulierung im Kapital- und Finanzmarkt- sowie dem Gesellschaftsrecht.

Dieses Papier wurde mit dem Ziel erarbeitet, die Auswirkungen des Brexit so erträglich wie möglich zu halten. Es gilt unbedingt, den Kern der europäischen Idee, die sich in den vier Grundfreiheiten des europäischen Binnenmarktes, freier Verkehr von Waren, Personen, Dienstleistungen und Kapital manifestiert, nicht zu beschädigen.

Das Deutsche Aktieninstitut und seine Mitglieder stehen auf Basis der nachfolgenden Analysen und Ausführungen zum Brexit den Verhandlungsführern und anderen Interessierten gerne als kompetenter Gesprächspartner zur Verfügung.

Frankfurt, im Februar 2017



Dr. Christine Bortenlänger

Geschäftsführender Vorstand
Deutsches Aktieninstitut e.V.

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	4
Executive Summary.....	11
TEIL I: DER BREXIT – ÜBERGREIFENDE ERWÄGUNGEN.....	15
1 Neuordnung der britisch-europäischen Beziehungen	15
1.1 Ausgangslage und Zielsetzung des Brexit-Projekts	15
1.2 Die britisch-europäischen Beziehungen in Zahlen	16
1.3 Sachliche und konstruktive Verhandlungen sind Pflicht!	17
1.4 Weiteres Vorgehen	18
2 Übergangsvorschriften erforderlich	19
2.1 Die Notwendigkeit von Übergangsregelungen	19
2.2 Übergangsregelungen schaffen Zeit und Sicherheit für alle Betroffenen	20
2.3 Die Ausgestaltung von Übergangsregelungen	21
3 Der Brexit berührt nahezu alle Themenbereiche	23
4 Übergeordnete Themenkomplexe	25
4.1 Binnenmarkt: Waren- und Dienstleistungsverkehr	25
4.2 Binnenmarkt: Personenverkehr	26
4.3 Wettbewerbsverzerrung, Steuerdumping und Finanztransaktionssteuer	26
4.4 Forschung und Entwicklung	27
4.5 Verwaltungs-, Gerichtssprache und Kommunikation	27
TEIL II: REGULATORISCHE ASPEKTE DES BREXIT IM DETAIL	29
5 Kapital- und Finanzmarktrecht	29
5.1 Erlaubnispflichtige Tätigkeiten	30
5.1.1 Problematik	30
5.1.2 Drittstaatenregelungen	33
5.1.3 Anwendungsfall: Finanz-, Bank- und Wertpapierdienstleistungen	34
5.1.4 Anwendungsfall: Derivate	36
5.1.5 Anwendungsfall: Marktinfrastruktur	41
5.1.6 Anwendungsfall: Fonds	46
5.1.7 Anwendungsfall: Wertpapierprospekte	48
5.1.8 Anwendungsfall: Transparenzregime	52

5.1.9 Anwendungsfall: Marktmissbrauch	54
5.1.10 Anwendungsfall: Benchmarks	56
5.1.11 Anwendungsfall: Versicherungsdienstleistungen	58
5.2 Aufsicht	59
5.2.1 Problematik	59
5.2.2 Empfehlungen	59
6 Gesellschaftsrecht	60
6.1 Anerkennung von im Vereinigten Königreich gegründeten Gesellschaften	60
6.1.1 Problematik	60
6.1.2 Details und Beispiele aus der Unternehmenspraxis	61
6.1.3 Empfehlungen	62
6.2 Grenzüberschreitende Verschmelzung	63
6.2.1 Problematik	63
6.2.2 Details und Beispiele aus der Unternehmenspraxis	63
6.2.3 Empfehlungen	64
6.3 Europäische Aktiengesellschaft (SE)	65
6.3.1 Problematik	65
6.3.2 Details und Beispiele aus der Unternehmenspraxis	65
6.3.3 Empfehlungen	66
6.4 Betriebliche Mitbestimmung bei der SE	67
6.4.1 Problematik	67
6.4.2 Details und Beispiele aus der Unternehmenspraxis	67
6.4.3 Empfehlungen	67
6.5 Fusionskontrollanmeldungen bei M&A	68
6.5.1 Problematik	69
6.5.2 Details und Beispiele aus der Unternehmenspraxis	69
6.5.3 Empfehlungen	69
6.6 M&A – Übernahmerecht	70
6.6.1 Problematik	70
6.6.2 Details und Beispiele aus der Unternehmenspraxis	70
6.6.3 Empfehlungen	71
7 Fazit	71
Anhang	72
Anhang 1: Überblick der relevanten MiFID II/MiFIR- und EMIR-Regelungen für Finanzmarkt- infrastrukturbetreiber bezüglich potentieller Auswirkungen des Brexit	72
Anhang 2: EU-Passporting und Drittstaatenregelungen im europäischen Finanz- und Kapitalmarktrecht	74

Abkürzungsverzeichnis

ABIEU	Amtsblatt der Europäischen Union
ACPR	Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution
AIFMD	Alternative Investment Fund Managers Directive
AG	Aktiengesellschaft
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
AMF	Autorité des Marchés Financiers
APA	Approved Publication Arrangement
ARM	Approved Reporting Mechanism
BGH	Bundesgerichtshof
Brexit	Austritten des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union
BörsG	Börsengesetz
CCP	Central Counter Party
CE-Kennzeichnung	Verwaltungszeichen für EU-Freiverkehrsfähigkeit
COM	EU-Kommission
Co. KG	Compagnie Kommanditgesellschaft
CPMI	Committee on Payments and Market Infrastructures
CRD	Capital Requirements Directive
CRR	Capital Requirements Regulation
CSD	Central Securities Depository
CSDR	Central Securities Depositories Regulation
CTP	Consolidated Tape Provider
CVA	Credit Valuation Adjustment
DRV	Deutscher Rahmenvertrag
DTCC	Depository Trust & Clearing Corporation
DVO	Durchführungsverordnungen
EBA	European Banking Authority
ECDB	European Company (SE) Database
EFET	European Federation of Energy Traders
EG	Europäische Gemeinschaft
EGInsO	Einführungsgesetz zur Insolvenzordnung
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
EMA	European Master Agreement
ESAs	European Supervisory Authorities
ESMA	European Securities and Markets Authority
ESRB	European Systemic Risk Board
ETD	Exchange Traded Derivative
EU	Europäische Union
EuG	Gericht der Europäischen Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof

EUREX	European Exchange
EUV	Vertrag über die Europäische Union
EZB	Europäische Zentralbank
e.V.	Eingetragener Verein
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
FMSFG	Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetz
FinDAG	Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz
FinfraG	Finanzmarktinfrastrukturgesetz
FKVO	Fusionskontrollverordnung
G20	Gruppe der zwanzig wichtigsten Industrie- und Schwellenländer
GATT	General Agreement on Tariffs and Trade
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
InvG	Investmentgesetz
IPO	Initial Public Offering
IPR	Internationales Privatrecht
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
ITS	Implementing Technical Standard
KWG	Kreditwesengesetz
L	Législation
LME	London Metal Exchange
M&A	Mergers & Acquisitions
MAC	Material Adverse Change
MAR	Market Abuse Regulation
MgVG	Mitbestimmung der Arbeitnehmer bei einer grenzüberschreitenden Verschmelzung
MiFIR	Markets in Financial Instruments Regulation
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MoMiG	Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen
MTF	Multilateral Trading Facility
NFC	Non-Financial Counterparty
NSFR	Net Stable Funding Ratio
OGAW	Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
oHG	Offene Handelsgesellschaft
OTC	Over-The-Counter
OTF	Organised Trading Facility
plc	Public Limited Company
PSD	Payment Services Directive
QCCP	Qualifying Central Counterparty
RCB	Reasonable Commercial Basis
RM	Regulated Market
RTS	Regulatory Technical Standard

SE	Societas Europaea (Europäische Aktiengesellschaft)
SEAG	SE Ausführungsgesetz
SEBG	SE Beteiligungsgesetz
SFTR	Securities Financing Transactions Regulation
SI	Systematic Internaliser
SLD	Securities Law Directive
TR	Transaktionsregister
UK	United Kingdom (Vereinigtes Königreich)
UmwG	Umwandlungsgesetz
US	United States
USA	United States of America
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
VO	Verordnung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
WTO	World Trade Organization

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Vorgaben der EMIR für finanzielle Gegenparteien 39

Abbildung 2: Handelsplatzpflicht und Transparenzanforderungen für Aktien
und Derivate an die Handelsteilnehmer unter der MiFID II/ MiFIR 44

Abbildung 3: Transparenzmechanismen unter der MiFID II/MIFIR 45

Executive Summary

Der Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union (Brexit) stellt beide Seiten vor erhebliche Probleme. Nie zuvor wollte ein EU-Mitgliedsstaat die Gemeinschaft der europäischen Staaten verlassen. Die Situation ist für alle Beteiligten vor allem von einem Faktor geprägt: von großer Unsicherheit über die zukünftige Gestaltung der Beziehungen zwischen der Europäischen Union und ihrer verbleibenden Mitgliedsstaaten sowie dem Vereinigten Königreich.

Eines ist aber sicher: Mit dem Brexit entfallen – sofern nichts anderes vereinbart und umgesetzt wird – die Erleichterungen des Binnenmarktes für den Wirtschaftsverkehr zwischen der Europäischen Union und dem Vereinigten Königreich. Dies berührt nahezu jedes Rechtsgebiet und deshalb ist jedes Rechtsgebiet im Rahmen der Austrittsverhandlungen intensiv zu betrachten.

Das Deutsche Aktieninstitut hat im Rahmen seines „Brexit-Projektes“ die wesentlichen kapitalmarktbezogenen Themen identifiziert, die aufgrund ihrer Bedeutung für Wirtschaft und Gesellschaft im Zusammenhang mit den Brexit-Verhandlungen ein besonderes Augenmerk verdienen. Dieses erste Positionspapier konzentriert sich auf die Themenblöcke Kapital- und Finanzmarktrecht sowie Gesellschaftsrecht. Zudem werden übergeordnete Themen angesprochen, die unabhängig von bestimmten Rechtsbereichen und Branchen die entscheidende Basis für die Funktionalität von Wirtschaft und Gesellschaft in Europa darstellen und deshalb in den Verhandlungen berücksichtigt werden sollten.

Ziel dieses Positionspapiers ist es, Wege aufzuzeigen, wie die negativen Auswirkungen des Brexit auf die betroffenen Volkswirtschaften minimiert werden können.

Vor diesem Hintergrund regt das Deutsche Aktieninstitut als übergeordnete Ziele der anstehenden Austrittsverhandlungen an:

1. Nachteile für alle Beteiligten minimieren und die Attraktivität europäischer Märkte sicherstellen

Die Brexit-Verhandlungen zwischen der Europäischen Union und dem Vereinigten Königreich müssen sachlich, kooperativ und konstruktiv geführt werden. Kommt es zu einem Austritt des Vereinigten Königreichs aus dem Binnenmarkt ohne Kompromisslösung („harter Brexit“), würde der grenzüberschreitende Wirtschaftsverkehr erheblich erschwert. Dies wird zu heute nicht in allen Konsequenzen abschätzbaren Schäden und Nachteilen für alle beteiligten Volkswirtschaften führen.

Die Wettbewerbsfähigkeit europäischer Unternehmen muss im Interesse von Konsumenten, Mitarbeitern und Anteilseignern auch künftig sichergestellt werden. Das Positionspapier zeigt verschiedene Ansätze hierzu auf, wie beispielsweise breit gefasste und effiziente Drittstaatenregelungen für Finanzdienstleistungen oder die Einführung der englischen Sprache als Gerichtssprache für internationale Verhandlungen.

Von großer Bedeutung ist auch die Vermeidung von Wettbewerbsverzerrungen durch einen Deregulierungswettlauf und Steuerdumping zwischen britischen und EU-Märkten.

Das Deutsche Aktieninstitut appelliert an die Verhandlungsführer beider Seiten, diese übergeordneten Ziele nicht aus den Augen zu verlieren und zur Richtschnur der mit Sicherheit sehr schwierigen und komplexen Verhandlungen zu machen.

2. Mit Übergangsregelungen Zeit gewinnen und den Fortbestand der europäisch-britischen Wirtschaftsbeziehungen sichern

Es ist nicht zu erwarten, dass innerhalb von zwei Jahren alle Fragestellungen des Brexit in der erforderlichen Detailtiefe besprochen und Lösungen gefunden werden können. Zudem ist eine Umsetzung der Verhandlungsergebnisse nicht von heute auf morgen möglich. Adäquate Übergangsregelungen sind deshalb unverzichtbar, um Rechtsunsicherheit in der Übergangsperiode zu vermeiden.

Diese Übergangsregelungen müssen primär sicherstellen, dass die Beziehungen zwischen der Europäischen Union und dem Vereinigten Königreich nicht mangels abgeschlossener Verhandlungsergebnisse zum Zeitpunkt des Brexit automatisch auf das Niveau zwischen Drittstaaten zurückfallen und unter Umständen erst nach mehrjährigen Verhandlungen wieder auf das endgültige Niveau angehoben werden. Weiterhin gewinnen die Betroffenen – Aufsicht, Unternehmen und Gesellschaft – mit Übergangsregelungen Zeit. Sie erlaubt es ihnen, sich adäquat auf die neue Rechtslage vorzubereiten und Geschäftsprozesse und -strukturen entsprechend anzupassen.

Das Deutsche Aktieninstitut sieht eine praktikable und effektive Übergangsregelung auf EU-Ebene als unabdingbar an. Es gibt bereits positive Beispiele, wie etwa die MiFIR-Regelung, nach der Drittlandfirmen bis zu drei Jahre nach einer negativen Äquivalenz-Entscheidung in Übereinstimmung mit nationalen Regelungen auch weiterhin Wertpapierdienstleistungen in den Mitgliedsstaaten erbringen können.

Kann keine adäquate europäische Regelung gefunden werden, befürwortet das Deutsche Aktieninstitut hilfsweise eine vergleichbare Regelung auf deutscher Ebene. Diese wäre verhältnismäßig schnell und unbürokratisch umsetzbar und erhöhe wegen kalkulierbarer Kosten und Planungssicherheit die Attraktivität des Finanzplatzes Deutschland. Im internationalen Wettbewerb kann dies entscheidend sein.

3. Kapital- und Finanzmarktrechtssetzung: Drittstaatenregelungen erweitern, vereinheitlichen und effizienter ausgestalten

Derzeit zeichnet sich ein durch bilaterale Vereinbarungen zwischen der Europäischen Union und dem Vereinigten Königreich nur leicht abzumildernder harter Brexit ab. Mit einem harten Brexit würde die Möglichkeit entfallen, regulierte Finanzdienstleistungen in Ausübung der EU-Binnenmarktfreiheiten unter vereinfachten Voraussetzungen grenzüberschreitend zu erbringen („EU-Pass“). Für Finanzdienstleistungen im Vereinigten Königreich ist nach dem Brexit ausschließlich britisches Recht maßgeblich. Der rechtliche Rahmen für die Erbringung von Finanzdienstleistungen durch UK-Finanzdienstleister in der Europäischen Union ergibt sich dann aus den sogenannten Drittstaaten-Regimen, die jedoch in den europäischen Richtlinien und Verordnungen nur sehr begrenzt angelegt sind. Drittstaaten-Regime

gewähren Unternehmen aus Nicht-EU/EWR-Mitgliedsstaaten, unter bestimmten Voraussetzungen, einen einheitlich geregelten Zugang zu den EU-Märkten, um grenzüberschreitende Geschäfte sicherer und effizienter abwickeln zu können. In vielen Bereichen wäre das Vereinigte Königreich nach dem Brexit wie jeder andere Drittstaat außerhalb der Europäischen Union zu behandeln, wenn in den Verhandlungen keine Einigung auf spezielle Drittstaaten-Regime möglich ist.

Die derzeit in den europäischen Verordnungen und Richtlinien vorgesehenen Drittstaatenregelungen greifen zu kurz. Sie umfassen nicht alle im Rahmen des Brexit zu regelnden Sachverhalte und sind, wo sie existieren, für intensive Handelsbeziehungen zu eng gefasst. Zudem haben diese Regeln den Nachteil der relativ kurzfristigen Widerrufbarkeit, was ihre generelle Eignung einschränkt. Deshalb bieten sie keine ausreichende Sicherheit für die verschiedenen Akteure.

Drittstaatenregelungen, die der Intensität der wirtschaftlichen Verflechtungen zwischen dem Vereinigten Königreich und den Ländern der Europäischen Union angemessen sind, müssen deshalb ein entscheidender Punkt in den Brexit-Verhandlungen sein. Hierbei können die bestehenden Drittstaatenregelungen als Basis für ein umfassenderes, „maßgeschneidertes“ Äquivalenz-Regime zwischen dem Vereinigten Königreich und der Europäischen Union dienen. Ein breiter Anwendungsbereich, hohe Sicherheit und leichte Umsetzbarkeit des Drittstaaten-Regimes sind Schlüsselemente eines funktionierenden Abkommens zwischen der Europäischen Union und dem Vereinigten Königreich. Dies impliziert auch eine enge Kooperation der Aufsichtsbehörden auf beiden Seiten. Drittstaatenregelungen, die Anbietern aus dem Vereinigten Königreich zugute kommen, sollten zudem von der Gewährung entsprechender Regelungen im Vereinigten Königreich zugunsten von EU-Anbietern abhängig gemacht werden (Reziprozität).

Eine allgemeine Erweiterung und Vereinheitlichung sowie effizientere Ausgestaltung der bestehenden Drittstaatenregelungen könnten zudem nicht nur dem zukünftigen Verhältnis mit dem Vereinigten Königreich zu Grunde gelegt werden, sondern auch die Attraktivität der Finanzplätze innerhalb der Europäischen Union gegenüber sonstigen Drittstaaten wie den USA erhöhen.

4. Gesellschaftsrechtliche Grundstrukturen:

Funktionsfähigkeit bewährter und notwendiger Rechtsinstitute sicherstellen

Im Bereich des (weit verstandenen) Gesellschaftsrechts wurde in den letzten Jahren in Europa ein sehr hohes Maß an Rechtsvereinheitlichung und Flexibilität im grenzüberschreitenden Rechtsverkehr erzielt. Die Erhaltung dieser Errungenschaft liegt im Interesse sowohl der Europäischen Union als auch des Vereinigten Königreichs. Ein Auseinanderreißen von gesellschaftsrechtlichen Verknüpfungen ohne entsprechende Vorbereitungen würde zu schweren unnötigen Schäden führen.

Im Gegensatz zur Kapitalmarktregulierung gibt es im Gesellschaftsrecht kein dem Drittstaatenregime vergleichbares Instrument, dessen sachgerechte Anwendung – bei aller verbleibenden Komplexität – geeignet wäre, die Mehrzahl der absehbaren Probleme zu lösen. Vielmehr ist zu jedem Sachverhalt eine eigene Lösung zu finden und zu verhandeln. Das Positionspapier legt deshalb für diesen Bereich – ohne Anspruch auf Vollständigkeit – eine Reihe von jeweils spezifischen Lösungsansätzen vor.

Dieses Positionspapier gibt die Überlegungen des Brexit-Projekts des Deutschen Aktieninstituts zum gegenwärtigen Zeitpunkt wieder. Es erhebt weder den Anspruch auf Vollständigkeit der anzusprechenden Themen noch auf Endgültigkeit der vorgeschlagenen Lösungsansätze. Der Verlauf der voraussichtlich primär von politischen Erwägungen dominierten Verhandlungen kann zu gegebener Zeit Erweiterungen, Ergänzungen und Aktualisierungen erforderlich machen.

Teil I: Der Brexit – übergreifende Erwägungen

1 NEUORDNUNG DER BRITISCH- EUROPÄISCHEN BEZIEHUNGEN

1.1 AUSGANGSLAGE UND ZIELSETZUNG DES BREXIT- PROJEKTS

Die Entscheidung der Mehrheit der Wähler des Vereinigten Königreichs (UK) für einen Austritt aus der Europäischen Union (EU) hat nach aller Voraussicht schwerwiegende Auswirkungen auch auf die deutsche Wirtschaft und Gesellschaft, das heißt insbesondere auch auf Unternehmen, Verbraucher und Anleger. Diese Auswirkungen sind derzeit nicht absehbar, hängen sie doch wesentlich von dem letztlich zustande kommenden Austrittsszenario ab. Das Austrittsszenario selbst ist jedoch Ergebnis der auf politischer Ebene zu führenden Verhandlungen und damit zumindest partiell beeinflussbar.

Vom Brexit betroffen sind sämtliche Geschäftsbeziehungen, Verträge und Vorgänge, die auf EU-Vorgaben beruhen. Ein grundlegendes Problem ist, dass Unternehmen, die in beiden Märkten aktiv sind, in Zukunft unter Umständen sowohl britisches¹ als auch EU-Recht erfüllen müssen. Im schlechtesten Fall müssen dann in Zukunft immer jeweils zwei Erlaubnisse eingeholt, zwei Reportings abgegeben, zwei unterschiedliche Vorgaben eingehalten werden, usw. Je nach Ausgestaltung der Verträge zwischen dem Vereinigten Königreich und der Europäischen Union wird dies in allen Bereichen der Fall sein, sofern es nicht durch adäquate Vereinbarungen vereinfacht werden kann.

Um der Politik Empfehlungen für die anstehenden Verhandlungen zu geben, ist es unabdingbar, die denkbaren Folgen unterschiedlicher Szenarien aufzuzeigen. Das wiederum erfordert einen frühzeitigen und möglichst vollständigen Überblick über die in den Austrittsverhandlungen zu regelnden Sachverhalte. Je unvollständiger dieser Überblick ist, desto größer ist die Gefahr zu kurz gedachter oder ganz unterlassener Vereinbarungen, und desto größer ist der ohnehin kaum abzuschätzende wirtschaftliche Schaden des Austritts des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union – für beide Seiten.

¹ Zur Vereinfachung wird im Folgenden für englisches, walisisches, schottisches und nordirisches Recht der Sammelbegriff britisches Recht oder UK-Recht verwendet.

Das „BrexIt-Projekt“ des Deutschen Aktieninstituts will durch Hinweise auf Problemfelder, untermauert mit konkreten Beispielen aus der Praxis, den Verhandlungsführern auf Länder-, Bundes- und EU-Ebene Unterstützung für die anstehenden komplexen Verhandlungen geben.

Ziele des Brexit-Projekts sind:

- die Identifikation von in den Austrittsverhandlungen zu regelnden Sachverhalten,
- die Formulierung und Bewertung alternativer Regelungen sowie
- eine begründete Empfehlung an die politischen Verhandlungsführer, welche Lösungen (aus EU-Sicht) vorzugswürdig sind.

Praktisch jedes Rechtsgebiet ist von den Austrittsverhandlungen betroffen. Das Brexit-Projekt des Deutschen Aktieninstituts kann und soll jedoch nicht alle Themengebiete bearbeiten, sondern sich bewusst auf die Arbeitsfelder konzentrieren, welche einen Kapital- oder Finanzmarktbezug (im weitesten Sinne) haben und von besonderer Bedeutung für Wirtschaft und Gesellschaft in Deutschland sind.

1.2 DIE BRITISCH-EUROPÄISCHEN BEZIEHUNGEN IN ZAHLEN

Die Europäische Union ist der größte Handelspartner des Vereinigten Königreichs. 44 Prozent der britischen Exporte (Güter und Dienstleistungen) gingen 2014 in die Europäische Union, wogegen lediglich 18 Prozent in die USA gingen.² Aus EU-Sicht macht der Handel mit dem Vereinigten Königreich mit über 290 Milliarden Euro in 2015 knapp 16 Prozent der EU-Güterexporte aus.³ In 2015 stiegen diese Exporte in das Vereinigte Königreich sogar auf 316 Milliarden Euro an. Umgekehrt importierte die Europäische Union gut 180 bzw. 183 Milliarden Euro an UK-Gütern in 2014 bzw. 2015.

Der Finanzdienstleistungssektor ist mit circa 2,2 Millionen Arbeitsplätzen und jährlichen Steuereinnahmen von gut 65 Milliarden Britischen Pfund die bedeutendste Industrie des Vereinigten Königreichs (vgl. auch Abschnitt 5).⁴ In keinem anderen EU-Mitgliedsstaat (mit Ausnahme von Luxemburg) ist dieser Sektor von so großer Bedeutung wie im Vereinigten Königreich, wo er fast 12 Prozent des Bruttoinlandsproduktes erwirtschaftet, 7 Prozent der Arbeitnehmer das Land beschäftigt und einen Handelsüberschuss von 72 Milliarden Britischen Pfund generiert.⁵ Die Europäische Union ist der größte Markt für diese UK-Finanzdienstleistungen und generierte in 2015 rund 41 Prozent dieses Handelsuberschusses.

² Vgl. Office for National Statistics, The Pink Book 2015, unter <http://www.ons.gov.uk/ons/rel/bop/united-kingdom-balance-of-payments/2015/rft-chapter-09.xls>.

³ Vgl. Europäische Kommission, Statistics, Export Helpdesk, 2014 und 2015.

⁴ Vgl. International Regulatory Strategy Group und Hogan Lovells, The EU's Third Country Regimes and Alternatives to Passporting, Januar 2017.

⁵ Vgl. The CityUK, Key Facts, London, März 2016, unter <https://www.thecityuk.com/assets/2016/Reports-PDF/Key-facts-about-UK-financial-and-related-professional-services-2016.pdf>.

Die Bedeutung der stark verflochtenen Finanzmärkte zwischen der Europäischen Union und dem Vereinigten Königreich wird auch anhand folgender Beispiele deutlich:

- Derzeit findet ein nicht unerheblicher Teil des Aktienhandels an deutschen Börsen mit UK-Marktteilnehmern statt (über 30 Prozent des Handelsvolumens an der Frankfurter Wertpapierbörse).⁶
- Darüber hinaus findet ein erheblicher Anteil des Handels mit deutschen Aktien im Vereinigten Königreich statt (zum Beispiel findet über 30 Prozent des Handelsvolumens von Daimler- und Siemensaktien⁷ an UK-Handelsplätzen statt).
- Ein Großteil der deutschen Derivatevolumina werden von UK-Marktteilnehmern gehandelt (zum Beispiel kommen über 50 Prozent des Handelsvolumens der Eurex Frankfurt aus dem Vereinigten Königreich).
- London vereint aktuell einen Anteil von 77 Prozent im Clearing mit Euro denominierten Derivaten auf sich (das entspricht einem täglichen Handelsvolumen von 573 Milliarden US-Dollar).⁸

In 2014 lebten circa 2,9 Millionen EU-Bürger im Vereinigten Königreich – 5 Prozent der Gesamtbevölkerung.⁹ 1,2 Millionen UK-Bürger wiederum leben in den anderen 27 EU-Mitgliedsstaaten.¹⁰

1.3 SACHLICHE UND KONSTRUKTIVE VERHANDLUNGEN SIND PFLICHT!

Entscheidend für erfolgreiche Verhandlungen zum Brexit ist, dass diese sachlich und konstruktiv, aber mit klarem Blick auf die Realitäten und Schwierigkeiten geführt werden. Das Deutsche Aktieninstitut warnt vor übertriebener Zuversicht, dass ein bilaterales Abkommen zwischen dem Vereinigten Königreich und der Europäischen Union alle Rechtsbereiche so abdecken könnte, dass der heutige Status quo der Integration quasi erhalten bliebe. Aufgrund des Ausmaßes an Themen und Regelungen wird es schier unmöglich sein, wirklich jeden Bereich thematisch vollständig zu erfassen.

Jedoch gilt es zu versuchen, den Schaden für alle Seiten zu minimieren. Ein harter Brexit ohne Kompromisse (vgl. Erläuterung in Abschnitt 5.1.1) hätte für alle Betroffenen – Wirtschaft und Gesellschaft – sowohl in der Europäischen Union, dem Vereinigten Königreich als auch im europäischen Ausland weitreichende negative Konsequenzen.

⁶ Quelle: Deutsche Börse AG.

⁷ Vgl. Fidessa group plc, unter <http://fragmentation.fidessa.com/fragulator/>. Bei einer Einbeziehung des OTC-Handelsvolumens ist davon auszugehen, dass dieser Anteil wesentlich höher wäre.

⁸ Vgl. Bank for International Settlements, Stand April 2016.

⁹ Vgl. Office for National Statistics, Population by Country of Birth and Nationality Report, August 2015, unter <https://www.ons.gov.uk/peoplepopulationandcommunity/populationandmigration/internationalmigration/articles/populationby-countryofbirthandnationalityreport/2015-09-27/pdf>.

¹⁰ Vgl. International Business Times, EU referendum: How many UK citizens live in the European Union and where?, unter <http://www.ibtimes.co.uk/eu-referendum-how-many-uk-citizens-live-european-union-where-infographic-1526116>.

Die Brexit-Verhandlungen müssen sachlich, kooperativ und konstruktiv geführt werden.

Emotionen sind deshalb fehl am Platz. Ein emotionales Vorgehen oder gar Abstrafen hilft niemandem und vergrößert letzten Endes den Schaden für alle Seiten. Genau so klar lehnen wir ein „Rosinenpicken“ des Vereinigten Königreichs ab. Letzteres wäre ein Präzedenzfall für andere EU-kritische Mitgliedsstaaten. Es muss alles dafür getan werden, ein Auseinanderdriften der Europäischen Union zu verhindern.

Die Erfüllung des britischen Wählerwunsches nach Einschränkung der Personenfreizügigkeit und größerer Entscheidungsfreiheit bei der Gesetzgebung wird die Verhandlungsposition der Briten maßgeblich beeinflussen. Dies ist jedoch nur durch einen Austritt des Vereinigten Königreichs aus dem gesamten EU-Binnenmarkt erreichbar, denn eine andere Lösung widerspräche dem Gedanken, dass die vier Grundfreiheiten der Europäischen Union – freier Waren-, Personen-, Dienstleistungs- und Kapitalverkehr – nicht trennbar sind, wie ausdrücklich auch auf EU-Seite betont wird.

Diese teils konträren Verhandlungspositionen müssen zwangsläufig dazu führen, dass sich das Verhältnis zwischen der Europäischen Union und dem Vereinigten Königreich neu und anders darstellen wird. Das Deutsche Aktieninstitut appelliert aber an die Verhandlungsführer beider Seiten, dass diese unter Achtung übergeordneter Ziele eine sachliche, kooperative und konstruktive Zusammenarbeit pflegen und dadurch den Schaden für Wirtschaft und Gesellschaft minimieren.

1.4 WEITERES VORGEHEN

Nach der vorangegangenen Einführung in die vielschichtige Problematik des Brexit und die Zukunft der europäisch-britischen Beziehungen wird im nachfolgenden Abschnitt 2 die Bedeutung von Übergangsregelungen dargestellt, die aufgrund des engen zeitlichen Rahmens der Brexit-Verhandlungen als besonders wichtig erachtet werden.

Das Deutsche Aktieninstitut hat zudem bereits eine Reihe von Themen identifiziert, die aufgrund ihrer Bedeutung für Wirtschaft und Gesellschaft im Zusammenhang mit dem Brexit ein besonderes Augenmerk verdienen (Überblick im Abschnitt 3).

Ein Teil dieser Themen wird vorab allgemein angesprochen, da sie unabhängig von bestimmten Rechtsbereichen und Branchen von besonderer Relevanz für Wirtschaft und Gesellschaft in der Europäischen Union sind (Abschnitt 4).

Im Rahmen des vorliegenden Positionspapiers konzentrieren wir uns sodann in Teil II insbesondere auf die beiden Themenblöcke Kapital- und Finanzmarktrecht (Abschnitt 5) sowie Gesellschaftsrecht (Abschnitt 6), da diese essentielle Rechtsgebiete für kapitalmarktorientierte Unternehmen betreffen. Hierbei wird detailliert auf regulatorische Problemstellungen und Aspekte eingegangen.

Weitere Themen werden bei Bedarf im Rahmen weiterer Positionspapiere bearbeitet.

2 ÜBERGANGSVORSCHRIFTEN SIND

ERFORDERLICH

2.1 DIE NOTWENDIGKEIT VON ÜBERGANGSREGELUNGEN

Bei den Brexit-Verhandlungen spielt der enge zeitliche Rahmen für die Findung von Lösungen eine entscheidende Rolle. Hierbei entstehen zwei einander nachgelagerte Problemfelder:

1. Zum einen ist nicht zu erwarten, dass innerhalb von zwei Jahren alle Fragestellungen bis ins kleinste Detail besprochen und zu jedem Punkt eine Lösung gefunden werden kann. Für große Themen mag dies gelingen, aber viele als nebensächlich erscheinende Bereiche werden aufgrund des Zeit- und Ergebnisdrucks erst einmal „unter den Tisch fallen“. Dies ist jedoch problematisch, da EU-Richtlinien und Verordnungen nur teilweise oder nicht zufriedenstellende Drittstaaten- oder Äquivalenz-Regime vorsehen und deshalb ein „Bruch“ entsteht bzw. von einem Tag auf den anderen die UK-Vorgaben parallel zu denen der Europäischen Union greifen. Zudem regeln diese Drittstaaten-Regime nur die wirtschaftliche Aktivität von Unternehmen aus Drittstaaten in der Europäischen Union. Für Wirtschaftsleistungen aus der Europäischen Union in das Vereinigte Königreich gelten zukünftig primär UK-Regularien und gegebenenfalls ergänzend EU-Vorschriften, soweit sich diese auf den Export von Wirtschaftsleistungen in Drittstaaten beziehen.

Dies wird große Schwierigkeiten für die Unternehmen, die Aufsicht und die Volkswirtschaften auf beiden Seiten verursachen, denn es ist derzeit absolut nicht absehbar, für welche Bereiche eine Lösung gefunden werden wird und für welche nicht, geschweige denn, wie diese Lösung aussieht. Das heißt: Kein Unternehmen, keine Aufsicht, kein Kunde kann sich langfristig und umfassend auf die Zeit nach dem Wirksamwerden des Brexit vorbereiten, da schlichtweg noch keine Vorgaben, Regelungen oder Verträge existieren. Betroffene können zwar versuchen, die Änderungen zu antizipieren und entsprechende Lösungsszenarien zu entwickeln. Aufgrund des Ausmaßes an anstehenden Änderungen und der Vielfalt denkbarer Szenarien ist dies jedoch praktisch unmöglich.

2. Zum anderen werden die Betroffenen – insbesondere die Aufsicht und die Wirtschaft – einige Zeit brauchen, die Änderungen umzusetzen.¹¹ Dies wird eindrucksvoll deutlich, wenn man sich vor Augen ruft, wie lange die konkrete Umsetzung neuer Richtlinien und Vorgaben im Rahmen standardmäßiger Gesetzgebungsverfahren oftmals dauert. Dies wäre von einem auf den anderen Tag weder rechtssicher noch mit der vorhandenen Kapazität an qualifizierten Verhandlungsführern und Fachpersonal in den

¹¹ Vgl. hierzu AFME/PWC, Planning for Brexit - Operational impacts on wholesale banking and capital markets in Europe, Januar 2017, unter <http://www.afme.eu/globalassets/downloads/publications/afme-pwc-planning-for-brexit.pdf>.

Unternehmen (und der Aufsicht) zu bewerkstelligen. Ebenso wenig können ganze Geschäftsmodelle innerhalb von zwei Jahren auf Basis von Verhandlungszwischenständen umstrukturiert und dann unter Umständen nach Abschluss der Verhandlungen wieder angepasst werden, nicht zu erwähnen die Schwierigkeiten in den Bereichen, für welche dann (noch) keine Regelung gefunden wurde.

2.2 ÜBERGANGSREGELUNGEN SCHAFFEN ZEIT UND SICHERHEIT FÜR ALLE BETROFFENEN

Übergangsregelungen sind dringend erforderlich, um Rechtsunsicherheit zu verhindern und die Fortführung bestehender Geschäftsbeziehungen von und mit UK-Marktteilnehmern zu ermöglichen. Es ist wichtig, dass die Marktteilnehmer Planungssicherheit haben und sich adäquat auf die neue Rechtslage vorbereiten und Geschäftsprozesse entsprechend anpassen können. Nützlich sind sie für die Betroffenen jedoch nur, wenn möglichst zeitnah feststeht, ob es solche Regelungen geben wird und wie sie konkret ausgestaltet sein werden. Unter Übergangsregelungen sind sowohl mit dem Vereinigten Königreich zu vereinbarende Regelungen als auch europäische bzw. deutsche Regelungen zu verstehen, die zeitlich befristet sind und der stufenweisen, lückenlosen Herauslösung des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union dienen.



Ohne Übergangsregelungen entsteht große Unsicherheit und damit ein unkalkulierbarer und unnötiger Schaden für Wirtschaft und Gesellschaft.

Die Bedeutung von Übergangsregelungen lässt sich anhand der Anwendungsfälle in den Abschnitten 5 und 6 leicht verdeutlichen. So würde zum Beispiel eine britische „Limited“ mit Sitz in Deutschland von einem Tag auf den anderen zur Gesellschaft bürgerlichen Rechts (GbR) bzw. Offenen Handelsgesellschaft (OHG) werden. Dieses und die anderen zahlreichen Beispiele zeigen, welche einschneidenden Veränderungen und Unsicherheiten auf Unternehmen zukommen und dass Übergangsvorschriften essentiell sind, um kurz- und langfristige schwerwiegende Schäden für Wirtschaft und Gesellschaft zu verringern.

Deutsche Unternehmen haben teils signifikante Produktionskapazitäten im Vereinigten Königreich. Hier geht es nicht nur um Fragen der Entsendefreiheit bzw. Bleiberechte der dort tätigen Mitarbeiter, sondern auch um den Import von Vorprodukten sowie den Export fertiger Waren und Dienstleistungen in die Europäische Union. Bei arbeitsteiliger Produktion über Standorte hinweg können sogar mehrfache Grenzübertritte anfallen. Die britischen Standorte sind häufig nicht nur auf die Bedienung der lokalen Nachfrage beschränkt, sondern decken im Konzernverbund auch andere Märkte mit ab. Großbritannien ist dank der grenzüberschreitenden Transportleitungen zudem stark in den europäischen Binnenmarkt für Strom und Gas integriert. Der hierfür notwendige diskriminierungsfreie Netzzugang sowie die Zusammenarbeit der Strombörsen sind in der europäischen Gesetzgebung verpflichtend geregelt. Sie gelten aber nicht für die EU-Außengrenzen. Ein Brexit ohne eine Übergangsregelung könnte zu Verwerfungen führen, wenn Strom- und Gasflüsse nicht mehr preisgetrieben, sondern kurzfristig durch das

Risiko rein regulatorischer Veränderungen beeinflusst würden. Daraus resultiert nicht nur ein volkswirtschaftlicher Wohlfahrtsverlust, sondern dies könnte sogar die Versorgungssicherheit auf beiden Seiten verschlechtern.

Ausreichend Zeit ist deshalb entscheidend. Zum einen erlauben Übergangsregelungen den Betroffenen, sich auf die neue Rechtslage einzustellen und Prozesse sowie Strukturen entsprechend anzupassen. Zum anderen verhindern sie, dass die Beziehungen zwischen der Europäischen Union und dem Vereinigten Königreich mangels abgeschlossener Verhandlungsergebnisse zum Zeitpunkt des Brexit automatisch auf das Niveau zwischen Drittstaaten zurückfallen und unter Umständen erst nach mehrjährigen Verhandlungen wieder auf das endgültige Niveau angehoben werden. Diese „Lücke“ würde den Wirtschaftsverkehr zwischen der Europäischen Union und dem Vereinigten Königreich nachhaltig stören, und der Schaden wäre nur langfristig, wenn überhaupt, ausgleichbar.

2.3 DIE AUSGESTALTUNG VON ÜBERGANGSREGELUNGEN

Sinnvoll wäre es, verbindliche Übergangsregelungen auf EU-Ebene zu beschließen, statt auf Einzellösungen in 27 EU-Mitgliedsstaaten zu setzen. Problematisch ist deshalb, dass in vielen Fällen jedem Mitgliedsstaat die individuelle Umsetzung und Ausgestaltung einer Äquivalenz-Entscheidung obliegt, was zu einer Vielzahl unterschiedlicher Regime und Marktfragmentierung führen kann. Das wäre besonders problematisch für Unternehmen, die in mehreren EU-Staaten tätig sind.

Als Vorbild könnte zum Beispiel die Übergangsregelung im Rahmen der MiFIR¹² dienen. MiFIR sieht eine Übergangsregelung vor, nach der Drittlandfirmen noch bis zu drei Jahre nach einer negativen Äquivalenz-Entscheidung in Übereinstimmung mit nationalen Regelungen Wertpapierdienstleistungen oder Anlagetätigkeiten in den Mitgliedsstaaten erbringen dürfen (Artikel 54 MiFIR). Eine solche Regelung ermöglicht es den Unternehmen, sich umfassend auf die im Anschluss an die drei Jahre geltende rechtliche Situation vorzubereiten, sei es durch Standortverlagerungen, die Beantragung einer Erlaubnis oder sonstige notwendige Änderungen. Zudem ist diese Übergangsregelung als Verordnung verpflichtend in allen EU-Mitgliedsstaaten umzusetzen.

Einheitliche und verbindliche Übergangsregelungen für sämtliche – oder zumindest die relevantesten – Bereiche auf EU-Ebene schaffen.

Zur Vermeidung von Marktfragmentierung und Unsicherheit bei den Betroffenen empfiehlt das Deutsche Aktieninstitut, eine vergleichbare einheitliche und verbindliche Regelung für sämtliche – oder zumindest die relevantesten – Bereiche auf EU-Ebene zu schaffen.

¹² MiFIR: Markets in Financial Instruments Regulation: Verordnung (EU) Nr. 600/2014 vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente und [...].

Für den möglichen Fall, dass keine EU-weite Regelung beschlossen wird, ist der deutsche Gesetzgeber – gemeinsam mit den zuständigen Aufsichtsbehörden – gefragt, eine praktikable und effektive Übergangslösung zu finden. Das Deutsche Aktieninstitut befürwortet in diesem Fall die Anwendung von Übergangsregelungen, ähnlich der im Rahmen der MiFIR. Diese wären verhältnismäßig schnell und unbürokratisch umsetzbar und erhöhten wegen kalkulierbarer Kosten und Planungssicherheit die Attraktivität des Finanzplatzes Deutschland. Auf diese Weise werden Anreize für Unternehmen geschaffen, sich für den Standort Deutschland statt einen anderen EU-Mitgliedsstaat zu entscheiden. Im internationalen Wettbewerb kann dies entscheidend sein.

3

DER BREXIT BERÜHRT NAHEZU ALLE**THEMENBEREICHE**

Das Deutsche Aktieninstitut hat eine Reihe von Themen identifiziert, die aufgrund ihrer Bedeutung für Wirtschaft und Gesellschaft im Zusammenhang mit dem Brexit ein besonderes Augenmerk verdienen. Dieses erste Positionspapier konzentriert sich auf die Themenblöcke Kapital- und Finanzmarktrecht sowie Gesellschaftsrecht, da diese für kapitalmarkt-orientierte Unternehmen relevante Kernpunkte enthalten.

Die übrigen Themen werden wir gegebenenfalls in weiteren Positionspapieren nach und nach bearbeiten. Wir möchten sie jedoch der Übersichtlichkeit halber im Folgenden auflisten. Bei Bedarf wird die nachfolgende vorläufige Themenliste auf Basis des jeweiligen Kenntnisstands und der jeweiligen politischen Entwicklung angepasst.

Die nachfolgenden Unterpunkte stellen keine vollständige Auflistung der im jeweiligen Themenfeld zu behandelnden Fragestellungen dar:

1. Übergeordnete Themenkomplexe

- Binnenmarkt: Waren- und Dienstleistungsverkehr
- Binnenmarkt: Personenverkehr
- Wettbewerbsverzerrung, Steuerdumping und Finanztransaktionssteuer
- Finanzierung von Forschung und Entwicklung
- Verwaltungs-, Gerichtssprache und Kommunikation

2. Kapital- und Finanzmarktrecht

- Erlaubnispflichtige Geschäfte
- Aufsicht
- Rechtsstreit

3. Gesellschaftsrecht

- Anerkennung von in UK gegründeten Gesellschaften
- Grenzüberschreitende Verschmelzung
- Europäische Aktiengesellschaft (SE)
- Fusionskontroll-Anmeldung bei M&A
- M&A-Übernahmerecht
- Verträge mit Bezug zu EU-Recht
- Verträge mit Bezug zu UK-Recht

4. Steuerrecht

- Verträge mit Bezug zu EU-Steuerrecht
- Mehrwertsteuer
- Einlagenrückgewähr
- (Quellen-) Steuerreduzierung
- Zinsen- und Lizenzgebühren
- Umwandlungssteuerrecht
- Verrechnung grenzüberschreitender Verluste
- Entstrickungsbesteuerung
- Hinzurechnungsbesteuerung / Zurechnungsbesteuerung
- Währungsrisiken

5. Datenschutz und Cyber-Sicherheit

- Datenschutz
- Trademarks und Patente
- Cyber-Sicherheit
- Verschlüsselung und digitale Beweisführung

6. Sonstige Themen

- IFRS-Konvergenz und Reporting
- FinTech

4

ÜBERGEORDNETE THEMENKOMPLEXE

Im Folgenden wird aus der Liste der relevanten Themenfelder (vgl. Abschnitt 3) eine Reihe von Punkten vorab thematisiert. Diese sind unabhängig von bestimmten Rechtsbereichen und Branchen bei sämtlichen grundlegenden Verhandlungsentscheidungen zu bedenken, da sie derzeit die Basis für die Funktionalität von Wirtschaft und Gesellschaft in Europa darstellen. Die vorgezogene Behandlung dieser übergeordneten Punkte erübrigt unnötige Wiederholungen im nachfolgenden Text.

4.1 BINNENMARKT: WAREN- UND DIENSTLEISTUNGSVERKEHR

Aus den ursprünglich innergemeinschaftlichen Lieferungen zwischen dem Vereinigten Königreich und der Europäischen Union werden nach dem Brexit Ausfuhrlieferungen. Folglich werden wieder Zölle und sonstige Kosten für den grenzüberschreitenden Warenhandel zwischen der Europäischen Union und dem Vereinigten Königreich fällig. Darüber hinaus entfällt grundsätzlich die gegenseitige Anerkennung nationaler Produkt- und Dienstleistungszulassungen. Beispielsweise ist eine Vielzahl von UK-Produkten ohne die europaweit geltende CE-Kennzeichnung innerhalb der Europäischen Union nicht marktfähig. Gleiches gilt umgekehrt natürlich grundsätzlich auch für europäische Produkte, die keine UK-Kennzeichnung aufweisen.



All dies ist nicht nur beim Warenabsatz relevant, sondern insbesondere auch im Rahmen internationaler Wertschöpfungsketten von Unternehmen. Oftmals werden zum Beispiel Vorprodukte in verschiedenen Staaten produziert, in einem Staat zu größeren Bauteilen zusammen gefügt und diese dann in einem weiteren Staat zum Endprodukt zusammengebaut, das in wieder anderen Ländern verkauft wird. Insbesondere wenn das Vereinigte Königreich als Produktionsort eine mittlere Funktion in der Wertschöpfungskette einnimmt, die in der Europäischen Union beginnt und endet, würde dies zu einer (mindestens) zweifachen Grenzüberschreitung und den damit verbundenen zusätzlichen Kosten, Zeitverzögerungen, Zulassungen und anderem zusätzlichem bürokratischen Aufwand führen.

Allgemein sollte an dieser Stelle aus deutscher bzw. kontinentaleuropäischer Sicht der Umstand Beachtung finden, dass zum Beispiel Deutschland mit rund 89 Milliarden Euro an Gütern in 2015 deutlich mehr in das Vereinigte Königreich exportiert als umgekehrt (rund 40 Milliarden Euro, vgl. auch Abschnitt 1.2).¹³ Daher sollte in den Brexit-Verhandlungen insbesondere darauf geachtet werden, dass überall dort Regelungen gefunden werden, wo bei Nichteinigung die Einführung von Zöllen durch das Vereinigte Königreich droht.

¹³ Vgl. Europäische Kommission, Statistics, Export Helpdesk, 2014 und 2015.

4.2 BINNENMARKT: PERSONENVERKEHR

Aber nicht nur der Waren- und Dienstleistungsverkehr wäre eingeschränkt. Insbesondere das Prinzip der EU-Arbeitnehmerfreizügigkeit endet im Fall des Brexit. Jeder Unionsbürger hat hiernach die Möglichkeit, in jedem Mitgliedsstaat, dessen Staatsangehörigkeit er nicht besitzt, unter den gleichen Voraussetzungen eine Arbeit aufzunehmen und auszuüben wie ein Angehöriger dieses Staates. Den EU-Bürgern könnten in Zukunft erhebliche Beschränkungen hinsichtlich der Aufnahme einer Beschäftigung im Vereinigten Königreich auferlegt werden et vice versa.

Einschränkungen im Personenverkehr betreffen insbesondere die Entsendepraxis in Konzernen. Arbeitgeber wären im Hinblick auf den grenzüberschreitenden Mitarbeiterereinsatz deutlich beschränkter als vorher und müssten erhebliche bürokratische Hürden überwinden, wie zum Beispiel die Beantragung einer Arbeitserlaubnis oder gar eine langwierige Vorrangprüfung. Eine flexible, zeitsparende und unbürokratische Lösung ist deshalb für den konzerninternen Personaleinsatz der Unternehmen wichtig.

4.3 WETTBEWERBSVERZERRUNG, STEUERDUMPING UND FINANZTRANSAKTIONSSTEUER

Das Vereinigte Königreich wird voraussichtlich versuchen, Maßnahmen zu ergreifen, die einen Wettbewerbsvorteil zugunsten britischer Unternehmen schaffen und/oder die Standortattraktivität des Vereinigten Königreichs gegenüber der Europäischen Union vergrößern. So wurde zum Beispiel von der britischen Regierung die Idee geäußert, die Steuern für Unternehmen mit Sitz im Inland nach dem Brexit zu senken. Weiterhin könnten regulatorische Erleichterungen für UK-Anbieter geschaffen oder – soweit nach GATT-Regeln¹⁴ zulässig – hohe Importzölle für ausländische Unternehmen eingeführt werden. Problematisch wäre zudem, wenn die derzeitige EU-Praxis für Vergabeverfahren öffentlicher Aufträge im Vereinigten Königreich zugunsten lokaler Firmen eingeschränkt würde.

Durch all diese Maßnahmen würde ein klarer Wettbewerbsnachteil für Anbieter aus der Europäischen Union gegenüber britischen Mitbewerbern entstehen. Es müssen folglich Mechanismen geschaffen werden, die EU-Unternehmen vor diskriminierenden Maßnahmen schützen bzw. diese unterbinden. Nur so können faire Wettbewerbsbedingungen sichergestellt und einer Abwanderung von Unternehmen in das Vereinigte Königreich vorgebeugt werden.

Im Kontext des Brexit erscheint es absurd, dass von verschiedenen EU-Staaten noch immer die Einführung einer Finanztransaktionssteuer gefordert wird. Eine einseitige Einführung in der Europäischen Union würde das Ziel konterkarieren, den Finanzstandort zu stärken und sich als attraktive Alternative zu London aufzustellen, abgesehen von einer Reihe von Gründen, die generell gegen die Einführung einer solchen Steuer sprechen.¹⁵ Es würde das Vorhaben des Vereinigten Königreichs, Wettbewerbs- und Steuervorteile für lokale Unter-

¹⁴ GATT: General Agreement on Tariffs and Trade der Welthandelsorganisation.

¹⁵ Vgl. hierzu die verschiedenen Publikationen des Deutschen Aktieninstituts e.V. zur Finanztransaktionssteuer unter <https://www.dai.de/de/das-bieten-wir/tag-suche-ergebnis/tag/Finanztransaktionssteuer.html>.

nehmen zu schaffen, legitimieren bzw. fördern. Gleichzeitig würde es einen großen Nachteil für den EU-Kapitalmarkt und die europäischen Unternehmen im internationalen Wettbewerb bedeuten. Noch fraglicher wäre eine Einführung der Finanztransaktionssteuer ausschließlich in den zehn EU-Mitgliedstaaten, die Teil der „verstärkten Zusammenarbeit“ sind, wie zum Beispiel Deutschland. Eine partielle Einführung würde diese nicht nur gegenüber dem Vereinigten Königreich benachteiligen, sondern auch gegenüber den restlichen EU-Mitgliedsstaaten, wie zum Beispiel Irland und Luxemburg. Ähnlich skeptisch äußerte sich im Februar 2017 auch der deutsche Bundesfinanzminister Wolfgang Schäuble. Es sei „möglicherweise nicht die günstigste Grundlage dafür im Augenblick“.¹⁶

4.4 FORSCHUNG UND ENTWICKLUNG

Die Europäische Union hat über Jahre hinweg wegweisende Forschungsprojekte im Vereinigten Königreich finanziert, insbesondere in Oxford und Cambridge. Es wird befürchtet, dass nach dem Brexit diese Kooperation endet, Wissen verloren geht und/oder EU-Institutionen keinen Zugang mehr zu diesem Wissen haben werden. Ein Umlenken von Forschungsgeldern zu EU-Unternehmen hilft zwar zukünftiger Forschung innerhalb der Europäischen Union, kann aber nicht den Verlust von bestehendem Wissen und den fehlenden Austausch innerhalb der Wissenschaft ersetzen. Dies würde die europäische Forschung um Jahre zurückwerfen und die internationale Wettbewerbsfähigkeit gefährden. Eine Kooperation von EU- mit britischen Forschungsinstituten bleibt insoweit wünschenswert. Zumindest muss der Zugang zu den gewonnenen bisherigen Erkenntnissen abgesichert werden.

4.5 VERWALTUNGS-, RICHTSPRACHE UND KOMMUNIKATION

Derzeit ist London als europäischer Kapitalmarktstandort unter anderem deshalb attraktiv, weil er in einer Sprache arbeitet, die die überwiegende Mehrheit der Marktteilnehmer verhandlungssicher beherrschen kann und die damit inklusiv ist. Dieser Aspekt wird sehr oft unterschätzt, wenn die Konkurrenzfähigkeit und Effizienz anderer Kapitalmärkte diskutiert wird. Die mit einer gemeinsamen Verwaltungs- und Kommunikationssprache einhergehende Barrierefreiheit sollte in der Europäischen Union insgesamt hergestellt werden, um den nicht unbeachtlichen Vorteil, den London diesbezüglich hat, auszugleichen. Es gilt darum zu überlegen, Englisch als Prospekt- und generelle Verwaltungssprache auch in anderen EU-Mitgliedsstaaten (neben der nationalen Amtssprache) zuzulassen. In diese Richtung gehen in Frankreich bereits die Finanzmarktregulierungsbehörden ACPR¹⁷ und AMF¹⁸, die zumindest teilweise englische Dokumente akzeptieren und sogar eine englischsprachige Kontaktperson zur Verfügung stellen. Bereits bestehende Spezialregeln, wie beispielsweise die im deutschen Prospektrecht vorgesehene Möglichkeit, den Prospekt in „einer in internationalen Finanzkreisen gebräuchlichen Sprache“ zuzulassen, müssen deshalb unbedingt erhalten und ausgebaut werden.

¹⁶ Vgl. FinanzNachrichten.de, Schäuble vergleicht Finanztransaktionssteuer mit Schweizer Käse, 21. Februar 2017, unter <http://www.finanznachrichten.de/nachrichten-2017-02/39985108-schaeuble-vergleicht-finanztransaktionssteuer-mit-schweizer-kaese-015.htm>.

¹⁷ ACPR: Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution.

¹⁸ AMF: Autorité des Marchés Financiers.

Ein internationaler Finanzplatz ist darauf angewiesen, dass Kommunikation und Recht unter den Beteiligten voraussehbar funktionieren und möglichst alle Teilnehmer die rechtlichen Texte lesen und verstehen können. Das ist bei der Streitbeilegung ganz besonders wichtig. Findet sie nur auf Deutsch statt, werden die Marktteilnehmer zurückhaltend sein, den Gerichtsstand aus London hierher zu verlegen. Daher sollten Konflikte zwischen grenzübergreifend aktiven Unternehmen vor deutschen Gerichten künftig auch in englischer Sprache verhandelt werden können. Einen entsprechenden Vorstoß des Bundesrates gab es bereits im Jahr 2014. Bei Landesgerichten sollten Kammern für internationale Handelssachen eingerichtet werden, bei denen Englisch als Verfahrenssprache gewählt werden kann. Dies gilt auch für höhere Berufungs- und Revisionsinstanzen. Voraussetzung sollte ein internationaler Bezug des jeweiligen Rechtsstreits sein, also zum Beispiel Englisch als Vertragssprache und dass sich beide Parteien explizit für Englisch entscheiden.

Teil II: Regulatorische Aspekte des Brexit im Detail

5

KAPITAL- UND FINANZMARKTRECHT

Die Finanzmärkte spielen eine zentrale Rolle für die wirtschaftliche Entwicklung der Mitgliedsstaaten der Europäischen Union und des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR). Das ist zentral bei der Unterstützung der Realwirtschaft, bei der (oft auch indirekten) Schaffung von Arbeitsplätzen und beim wirtschaftlichen Wachstum.¹⁹ In keinem anderen EU-Mitgliedsstaat aber ist der Finanzsektor von so großer Bedeutung für die Volkswirtschaft wie im Vereinigten Königreich (vgl. Abschnitt 1.2).

Nicht erst seit dem Ausbruch der globalen Finanzmarktkrise im Jahr 2008, aber seitdem natürlich in besonderem Maße, ist die Stabilisierung der Finanzmärkte in der gesamten Europäischen Union/dem Europäischen Wirtschaftsraum und gerade auch im Vereinigten Königreich von höchster Priorität. Die dazu notwendige Finanzmarktregulierung betrifft nicht nur Banken und Versicherungen, sondern alle Finanzdienstleister, zum Beispiel Vermittler, Berater, Infrastrukturanbieter, Wertpapier-Investmentfonds, alternative Investmentfonds von Immobilien- über Private Equity- bis zu Hedge-Fonds, aber auch Ratingagenturen, Börsen sowie zum Beispiel elektronische Handelsplätze, zentrale Gegenparteien, Zentralverwahrer, andere Verwahrsysteme und andere Marktteilnehmer, deren Produkte und Dienstleistungen (vgl. Beispiele ab Abschnitt 5.1.3).

Die Finanzmarktregulierung beruht auf den Harmonisierungsvorschriften zur Vollendung des Binnenmarktes (Artikel 114, 26 AEUV²⁰) sowie der Dienstleistungsfreiheit für die grenzüberschreitende Erbringung von Dienstleistungen (entweder direkt oder über unselbständige Niederlassungen) (Artikel 56 ff. AEUV), der Niederlassungsfreiheit für Selbständige (Artikel 49 ff. AEUV) und der Kapital- und Zahlungsverkehrsfreiheit (Artikel 63 ff. AEUV). Von den vier EU-Grundfreiheiten ist die Kapitalverkehrsfreiheit die einzige, die grundsätzlich auch im Verhältnis zu Drittstaaten Anwendung findet.

¹⁹ Vgl. Europäische Kommission, Pressemitteilung, Bericht der Kommission unterstreicht Bedeutung und Dringlichkeit von Reformen im Finanzsektor als Grundlage für die Rückkehr zu langfristigem Wachstum, Brüssel, 25. April 2013. Vgl. auch Europäische Kommission, Aktionsplan zur Schaffung einer Kapitalmarktunion, Brüssel, 30. September 2015, Seite 7 ff.

²⁰ AEUV: Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union, ABIEU vom 26. Oktober 2012.



Allerdings können nach der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs (EuGH) im Drittstaatenkontext Beschränkungen der Kapitalverkehrsfreiheit auch dann gerechtfertigt sein, wenn sie es in einem reinen EU-Fall nicht wären.²¹ Im Zusammenhang mit dem Brexit könnte dieser Aspekt besondere Relevanz erlangen.

Sekundärrechtlich besteht die EU-Finanzmarktregulierung aus den in allen Mitgliedsstaaten unmittelbar geltenden Verordnungen und den nur hinsichtlich ihrer „Ziele“ verbindlichen und von den Mitgliedsstaaten noch in ihr jeweiliges nationales Recht umzusetzenden Richtlinien. Viele dieser sekundärrechtlichen Rechtsakte erfahren aber noch eine umfängliche Ausgestaltung ihrer Einzelheiten durch Tertiärrecht, das heißt durch Durchführungsverordnungen (DVOs), Technische Einführungsstandards (ITS), Technische Regulierungsstandards (RTS) oder andere Papiere der EU-Kommission oder der Europäischen Aufsichtsbehörden (ESMA, EIOPA, EBA, ESRB, EZB²²). Nach dem Brexit verliert unmittelbar geltendes EU-Recht seine Anwendbarkeit im Vereinigten Königreich und muss durch nationale Vorschriften ersetzt werden. Die in Umsetzung von EU-Richtlinien ergangenen nationalen Regeln bleiben dagegen bestehen. Im Folgenden wird primär darauf eingegangen, wie EU-Recht auf den Brexit reagieren sollte. Es ist jedoch entscheidend, dass entsprechende Regelungen ebenso vom Vereinigten Königreich eingefordert werden, um auch EU-Unternehmen den Zugang zum Londoner Finanzplatz zu erhalten (Reziprozität).

5.1 ERLAUBNISPFLICHTIGE TÄTIGKEITEN

5.1.1 Problematik

Die wohl wichtigste Methodik, der durch das erwähnte sekundäre und tertiäre EU-Recht geschaffenen Finanzmarktregulierung, sind die Erlaubnispflichten und die zum Teil an solchen hängenden EU-weiten Berechtigungen (die sogenannten EU-Pässe). Eine Erlaubnispflicht und/oder ein EU-Pass kann die Zulassung eines Marktteilnehmers zum Gegenstand haben (zum Beispiel Bankerlaubnis, Finanzdienstleistererlaubnis, Versicherererlaubnis, Fondsmanagererlaubnis, Erlaubnis als zentrale Gegenpartei, Zentralverwahrererlaubnis), die Zulassung eines Produktes (zum Beispiel Wertpapierprospekt) oder die Zulassung einer Dienstleistung (zum Beispiel Fonds-Vertrieb).

Vom Brexit besonders betroffen sein werden sämtliche erlaubnispflichtigen, grenzüberschreitenden Tätigkeiten. Diese werden nach dem Brexit eine zweite nationale Erlaubnis erfordern: Europäische Unternehmen, die im Vereinigten Königreich ihre Bank- oder Finanzdienstleistungen anbieten wollen, werden dann sowohl eine EU-Erlaubnis benötigen als auch eine britische Erlaubnis. Gleichermaßen werden sich ein UK-Marktteilnehmer oder ein UK-Institut nicht mehr auf diese Privilegierungen des EU-Rechts berufen können. Dies gilt auch für andere Zulassungen, Billigungen oder Lizenzen, die stets mehrfach – im Vereinigten Königreich und in den relevanten Mitgliedsstaaten der Europäischen Union – beantragt und genehmigt werden müssen.

²¹ EuGH vom 28. Oktober 2010, *Établissements Rimbaud*, C-72/09.

²² ESMA: European Securities and Markets Authority; EIOPA: European Insurance and Occupational Pensions Authority; EBA: European Banking Authority; EZB: Europäische Zentralbank.

In der Regel wird folglich für betroffene UK-Unternehmen, -Produkte und -Dienstleistungen die Möglichkeit der einmaligen EU-Zulassung mit EU-weiter Geltung entfallen. Der damit verbundene administrative, monetäre und zeitliche Aufwand für die Unternehmen und Aufsichtsbehörden wäre immens. Eine Prüfung seitens der UK-Unternehmen, -Produkt- oder -Dienstleistungs-Anbieter, für welche Mitgliedsstaaten sich dieser Aufwand überhaupt lohnt, scheint unter diesen Umständen sehr wahrscheinlich.

Brisant ist dies insbesondere insofern, als internationale Kredite an und Finanztransaktionen mit Großunternehmen oftmals durch UK-Töchter von internationalen Finanzdienstleistern vergeben bzw. durchgeführt werden oder diese sogar ihren Hauptsitz im Vereinigten Königreich haben.



Bei einer Desintegration der beiden Märkte könnten sich Wettbewerb und Angebot im Markt verschlechtern und dadurch die Finanzierungs- bzw. Investitionsmöglichkeiten für Unternehmen und Investoren abnehmen.

Insbesondere in aus Kosten-Nutzen-Sicht für Unternehmen kleineren und wirtschaftsschwächeren EU/EWR-Mitgliedsstaaten würde das Angebot voraussichtlich noch weiter zurückgehen.²³

Inwieweit und für welche Unternehmen, Produkte und Dienstleistungen eine Erlaubnis aus dem Vereinigten Königreich in die Europäische Union et vice versa auch weiterhin möglich und wie diese gestaltet ist, hängt von der Form des anstehenden Austritts ab:

- **Alternative 1: Weicher Brexit**

Das Austrittsabkommen nach Artikel 50 EUV²⁴ könnte eine Gleichstellung von UK- mit EU-Unternehmen, -Produkten und/oder -Dienstleistungen vorsehen und das Vereinigte Königreich insoweit weiter am EU- bzw. EWR-Binnenmarkt beteiligt sein („weicher Brexit“). Oder es könnte eine Bestandsgarantie („Grandfathering“) für zum Austrittszeitpunkt (oder einem anderen Zeitpunkt) existierende Erlaubnisse und/oder EU-Pässe gewähren. Das würde allerdings mindestens voraussetzen, dass umgekehrt auch EU-Unternehmen, -Produkte und/oder -Dienstleistungen im gleichen Umfang keinen Beschränkungen im Vereinigten Königreich unterliegen dürften (Reziprozität). Ernsthaft erwogen werden dürften solche Lösungen nur dann, wenn das Vereinigte Königreich, schon unter dem Reziprozitäts-Gesichtspunkt, entweder den dafür relevanten Teil des EU-Gemeinschaftsrechts (acquis communautaire) beibehält oder im eigenen Recht aktuell und künftig reflektiert.

- **Alternative 2: Harter Brexit**

Ohne eine Einigung über die oben genannten Fragen im Austrittsabkommen nach Artikel 50 EUV müsste das Vereinigte Königreich insoweit als Drittstaat qualifiziert werden („harter Brexit“). Es wäre dann in vielen Einzelfällen zu prüfen, ob bestimmte EU-Regelungen mit einem Drittstaaten-Regime ausgestattet sind und ob dieses im konkreten Fall Anwendung finden kann. Ansonsten würden

²³ Vgl. International Regulatory Strategy Group (IRSG), The EU's Third Country Regimes and Alternatives to Passporting, Januar 2017. Vgl. Europäische Kommission, Capital Markets Union - Accelerating Reform, COM(2016) 601, 14. September 2016.

²⁴ EUV: Vertrag über die Europäische Union.

die WTO-Regeln²⁵ die Handelsbeziehungen zwischen dem Vereinigten Königreich und der Europäischen Union regeln.

- **Alternative 3: Kompromisslösung**

Weiterhin könnte man an eine Kompromisslösung denken, wonach im Austrittsabkommen zwar keine Einigung über die oben genannten vier Grundfreiheiten erzielt wird (harter Brexit), wohl aber darüber, dass das dann als Drittstaat zu qualifizierende Vereinigte Königreich bestimmte Regeln hat, die denen der Europäischen Union äquivalent sind. Hierfür müsste man EU-Rechtsakte, die bislang kein sogenanntes „Äquivalenz-Regime“ enthalten, mit einem solchen versehen oder eine gesetzesübergreifende Drittstaatenlösung beschließen (vgl. Abschnitt 5.1.2). Alternativ kann auch ein eigenes bilaterales Abkommen zwischen der Europäischen Union und dem Vereinigten Königreich solche Drittstaatenregelungen individuell aufgreifen und ergänzen. Allerdings sind solche Überlegungen nur vor dem Hintergrund einer Reziprozität der betreffenden Vorschriften zielführend. Das würde aber auch bedeuten, dass das Vereinigte Königreich nicht oder nur bedingt, wie eigentlich von vielen Brexit-Befürwortern (auch in der Regierung) gewollt, mit eigenen, attraktiveren Aufsichtsregeln in den Wettbewerb mit der Europäischen Union treten kann.

Seit der Rede der britischen Premierministerin Theresa May vom Januar sowie dem Weißbuch der britischen Regierung vom Februar 2017²⁶ ist absehbar, dass es zu einem harten Brexit kommen wird. In diesem Fall sollte mit besonderem Nachdruck auf eine Kompromisslösung (Alternative 3) hingearbeitet werden – die Abmilderung des harten Brexit durch Drittstaatenregelungen und bilaterale Vereinbarungen zwischen dem Vereinigten Königreich und der Europäischen Union. Die langfristige Ausgestaltung dieser Beziehungen sollte dabei mögliche negative Auswirkungen auf das europäische und internationale Finanzsystem minimieren, denn ohne umfassende, funktionierende Äquivalenz-Regime existiert zwar die Möglichkeit für Nicht-EU-Unternehmen, die Erlaubnis zum Tätigwerden in einem EU-Mitgliedsstaat zu beantragen. Dies berechtigt jedoch nicht zur Inanspruchnahme der EU-Grundfreiheiten oder einem EU-weiten Angebot der Dienstleistungen. Nach der derzeitigen EU-Rechtslage ist dafür entweder eine Verlegung des Firmensitzes in einen oder aber die Gründung eines Tochterunternehmens in einem EU-Mitgliedsstaat Voraussetzung.

Aus diesem Grunde erwägen einige internationale Finanzgruppen, die bislang London als Hub nach Europa nutzen, eine zumindest partielle Standortverlagerung in den EU-Raum bzw. haben den Verlagerungsprozess bereits eingeleitet, weil sie den Ausgang der Brexit-Verhandlungen nicht abwarten können. Hier stellt sich auf deutscher Seite wiederum die Frage, wie man solchen Unternehmen Unterstützung (zum Beispiel auch durch gesetzgeberische Maßnahmen, etwa im Arbeitsrecht) bieten kann und will.²⁷ Diese Veränderungen zeigen aber zugleich die Dringlichkeit und Notwendigkeit eines adäquaten Abkommens zwischen der Europäischen Union und dem Vereinigten Königreich. Im Folgenden wird deshalb näher auf die Thematik Drittstaatenregelungen eingegangen.

²⁵ WTO: World Trading Organization.

²⁶ Vgl. HM Government, The United Kingdom's exit from and new partnership with the European Union, Februar 2017, unter <https://www.gov.uk/government/publications/the-united-kingdoms-exit-from-and-new-partnership-with-the-european-union-white-paper>.

²⁷ Die BaFin hat bereits auf die vermehrten Anfragen reagiert und eine erste Veranstaltung für ausländische Finanzunternehmen abgehalten sowie eine eigene Kontaktadresse eingerichtet. Vgl. BaFin Pressemitteilungen vom 17. und 30. Januar 2017, unter https://www.bafin.de/DE/RechtRegelungen/Dokumentlisten/ListePressemitteilungen/liste_pressemitteilungen_node.html.

5.1.2 Drittstaatenregelungen

Als Drittstaaten werden im EU-Recht alle Nicht-EU/EWR-Mitgliedsstaaten bezeichnet. Drittstaatenregelungen sollen Unternehmen aus diesen Ländern einen einheitlich geregelten Zugang zu den EU-Märkten gewähren, um grenzüberschreitende Geschäfte sicherer und effizienter abwickeln zu können. Drittstaatenregelungen existieren in unterschiedlichsten Formen und in verschiedensten Regelwerken. Es gibt bisher kein einheitliches, für alle Regelwerke festgelegtes Regime, sondern die regulatorische Landschaft gleicht hier eher einer Vielzahl von Einzellösungen.²⁸

In der öffentlichen Diskussion um die Zukunft nach dem Brexit wird unter anderem auf das Drittstaaten-Regime der künftigen MiFID II-Bestimmungen²⁹ als Beispiel für die mögliche Zukunft und damit als Alternative zum EU-Pass-Regime verwiesen. Dieses sieht eine Gleichbehandlung von Drittstaaten (dann zum Beispiel dem Vereinigten Königreich) und EU/EWR-Mitgliedsstaaten vor, wenn Äquivalenz der Vorschriften gegeben ist. Hierbei sind sowohl der gesetzliche Rahmen als auch die Aufsicht des Drittstaates ausschlaggebend. Zudem ist eine Kooperation zwischen den Aufsichtsbehörden Voraussetzung. Diese als „Äquivalenz-Regime“ bezeichnete Drittstaatenregelung gilt aber nur für ganz begrenzte Bereiche, etwa zur Erbringung von Investmentdienstleistungen für professionelle Kunden, und ist damit bei weitem nicht so umfassend wie das EU-Pass-Regime.

Die „Äquivalenz-Regime“ gelten bisher nur für ganz begrenzte Bereiche und sind damit bei weitem nicht so umfassend wie das EU-Pass-Regime.

Andere EU-Rechtsakte haben zum Teil andere Drittstaatenregelungen. Zudem sieht nur ein kleiner Teil der EU-Vorschriften überhaupt ein solches Äquivalenz-Regime vor. Eine umfassende Erweiterung der Nutzung der Technik des Äquivalenz-Regimes wäre folglich zwingend notwendig, um den Markt auch nur ansatzweise abzudecken. Darüber hinaus müsste das Vereinigte Königreich in Zukunft darauf verzichten, mit eigenen attraktiveren Aufsichtsregeln mit dem EU-Binnenmarkt zu konkurrieren und auch zukünftig das sich entwickelnde EU-Recht im eigenen nationalen Recht abbilden. Denn während die Prüfung der Äquivalenz von Regelungen und Aufsicht zeitaufwändig und langwierig sein kann, ist eine sofortige Aberkennung derselben schon bei kleinen Änderungen im Rechts- und Aufsichtsregime des Drittstaats oder aber der Europäischen Union selbst möglich. Folglich hat das Äquivalenz-Regime bislang nur eine geringere Reichweite und verleiht weniger Rechtssicherheit als die durch EU-Recht verbürgten Grundfreiheiten. Zudem sind Unternehmen aus Drittstaaten auf zahlreiche Entscheidungen der EU-Kommission sowie der europäischen und nationalen Aufsichtsbehörden, wie zum Beispiel Anerkennungsbescheide, Erlaubniserteilungen und Gestattungen von Befreiungsmöglichkeiten, angewiesen. Es wird angeregt, die jeweiligen Voraussetzungen sowie Verfahren transparenter und nachvollziehbarer zu gestalten, um mehr Rechtsklarheit und -sicherheit zu schaffen.

²⁸ Japan hat mit 17 am meisten positive Äquivalenzentscheidungen, USA und Kanada haben jeweils 16, Australien 13, Brasilien 12 und Singapur 11 positive Äquivalenzentscheidungen. Vgl. EU equivalence decisions in financial services policy: an assessment – Commission staff working document, Stand 27.02.2017, unter https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/international-relations/recognition-non-eu-financial-frameworks-equivalence-decisions_en#documents.

²⁹ MiFID II: Revised Markets in Financial Instruments Directive: Richtlinie 2014/65/EU vom 15. Mai 2014 über Märkte für Finanzinstrumente sowie [...].

Angesichts der Höhe der Zahlungs- und Wirtschaftsströme zwischen dem Vereinigten Königreich und der Europäischen Union sind die derzeit existierenden EU-Drittstaatenregelungen hierfür weder passend noch ausreichend. Für kleinere Handelspartner mögen diese genügen, aber für intensive Handelsbeziehungen sind diese zu eng gefasst und bieten nicht ausreichend Sicherheit für die verschiedenen Akteure, wie auch an den ersten Verlagerungsinitiativen der Finanzinstitute offensichtlich wird. Die aufgeworfenen Fragen und Konstellationen verdeutlichen umso mehr, dass eine Vereinheitlichung sowie Ausweitung des Anwendungsbereichs von Drittstaatenregelungen ein entscheidender Punkt in den Brexit-Verhandlungen sein sollte. Hierbei können die bestehenden Drittstaatenregelungen als Basis für ein umfassenderes, individuelles Äquivalenz-Regime zwischen dem Vereinigten Königreich und der Europäischen Union dienen. Jedoch sollte die Ausweitung der Drittstaatenregelungen, die auch Anbietern aus dem Vereinigten Königreich zugutekommt, von der Gewährung entsprechender Regelungen im Vereinigten Königreich zugunsten von EU-Anbietern abhängig gemacht werden (Reziprozität). Ein breiter Anwendungsbereich, adäquate Sicherheit – unter anderem mittels Übergangsfristen im Falle einer Aberkennung der Äquivalenz – und „leichte“ Umsetzbarkeit einer solchen Vereinbarung sind Schlüsselfaktoren eines funktionierenden bilateralen Abkommens.



Aber auch unabhängig vom Brexit empfehlen wir, insbesondere im Rahmen der EU-Projekte „Better Regulation“ und „Kapitalmarktunion“, die Thematik Drittstaatenregelungen aufzugreifen.³⁰ Einheitliche, verständliche und leicht durchführbare Regelungen mit einem breiten Anwendungsbereich würden die Attraktivität des EU-Finanz- und Kapitalmarkts insgesamt steigern und damit das Interesse von Drittstaatenunternehmen erhöhen. Folglich gilt es nicht nur neue Anwendungsbereiche abzudecken, sondern auch die bestehenden Drittstaaten-Regime effizienter auszugestalten.

Im Folgenden wird die Problematik erlaubnispflichtiger Geschäfte im Kontext des Brexit anhand verschiedener europäischer Richtlinien und Verordnungen verdeutlicht. Basierend auf dem EU-weiten Passporting- und Erlaubnisregime soll zudem auf vorhandene Drittstaatenregelungen verwiesen und dabei aufgezeigt werden, wo solche bis dato noch fehlen oder zu kurz greifen.

5.1.3 Anwendungsfall: Finanz-, Bank- und Wertpapierdienstleistungen

1. Überblick

MiFID II/MiFIR: Auf Basis der MiFID II/MiFIR können sich Unternehmen frei innerhalb der Europäischen Union niederlassen und grenzüberschreitend Wertpapiere und Derivate anbieten, ohne eine zusätzliche nationale Erlaubnis zu benötigen. Dies beinhaltet auch alle Nebendienstleistungen, die zur Erbringung von Wertpapier- und Derivatendienstleistungen notwendig sind. Auch für Datenbereitstellungsdienste sowie Handelsplätze ist in der MiFID II/MiFIR eine EU-weite Erlaubnis enthalten (vgl. Abschnitt 5.1.5 zur Marktinfrastruktur).

³⁰ Vgl. Europäische Kommission, Agenda für bessere Rechtssetzung, 2016, unter http://ec.europa.eu/info/law/law-making-process/better-regulation-why-and-how_de und Kapitalmarktunion, 2015, unter http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/index_de.htm.

CRD I-IV: Die Kapitaladäquanzrichtlinien (CRDs)³¹ erlauben Kreditinstituten, Bankdienstleistungen in der gesamten Europäischen Union anzubieten und hierfür Niederlassungen zu eröffnen.

Solvabilität II: Kernstück der Versicherungsregulierung für Erst- und Rückversicherungsunternehmen ist die Solvabilität-II-Richtlinie³², die einen EU-weiten Vertrieb von Produkten und Dienstleistungen ermöglicht (vgl. hierzu Abschnitt 5.1.11 über Versicherungsdienstleistungen).

PSD I und II: Die beiden Zahlungsdiensterrichtlinien (PSDs)³³ schaffen einen EU-weiten Binnenmarkt für den Zahlungsverkehr. Anbieter können über einen EU-Pass Zahlungsdienste in der gesamten Europäischen Union erbringen.

2. Drittstaatenregelungen

MiFID II/MiFIR: MiFID II/MiFIR enthalten – wie bereits erläutert – eine Drittstaatenregelung für Finanzdienstleistungen auf Basis eines Äquivalenz-Regimes, das allerdings nur Teilbereiche abdeckt. Drittstaaten-Finanzdienstleister können unter erleichterten Voraussetzungen professionellen Kunden Investmentdienstleistungen anbieten. Artikel 46 MiFIR sieht die Möglichkeit vor, dass die EU-Kommission, unterstützt durch den Europäischen Wertpapierausschuss, die Äquivalenz des Aufsichtsregimes des Drittstaates anerkennen kann. Unter der Voraussetzung, dass die ESMA eine Kooperationsvereinbarung mit der ausländischen Aufsichtsbehörde schließt, wäre die EU-weite Erbringung solcher MiFID-regulierter Dienstleistungen gegenüber professionellen Kunden lediglich von der Durchführung eines Notifizierungsverfahrens abhängig („Third Country Entity Passport“). Für Datenbereitstellungsdienste ist in der MiFID II/MiFIR dagegen keine Drittstaatenregelung vorgesehen, für das Geschäft von Handelsplätzen größtenteils schon (vgl. Abschnitt 5.1.5 zur Marktinfrastruktur).

CRD I-IV: Die CRDs sehen für Bankdienstleistungen keine Drittstaatenregelung vor. Für Investmentdienstleistungen von Banken gelten die oben beschriebenen Regelungen der MiFID II/MiFIR.

Solvabilität II: Rückversicherer aus Drittstaaten haben erleichterten Zugang zum EU-Markt, das heißt keine Lizenzerfordernis für grenzüberschreitendes Geschäft gemäß Artikel 172 Solvabilität-II-Richtlinie, § 67 Absatz 1 Satz 2 VAG, wenn die EU-Kommission die Äquivalenz des Solvabilitätssystems feststellt (vgl. hierzu Abschnitt 5.1.11 über Versicherungsdienstleistungen).

PSD I und II: Die PSDs sehen keinerlei Drittstaatenregelung vor.

³¹ CRDs: Capital Requirements Directives I - IV. CRD I: 2006/48/EG und 2006/49/EG vom 14. Juni 2006; CRD II: Richtlinie 2009/111/EG vom 16. September 2009; CRD III: Richtlinie 2010/76/EU vom 24. November 2010; CRD IV: Richtlinie 2013/36/EU vom 26. Juni 2013.

³² Solvabilität II: Richtlinie 2009/138 vom 25. November 2009 betreffend die Aufnahme und Ausübung der Versicherungs- und Rückversicherungstätigkeit [...].

³³ PSD: Directive on Payment Services. PSD I: Richtlinie 2007/64/EG vom 13. November 2007 und PSD II: Richtlinie Nr. 2015/2366 vom 25. November 2015.

3. Empfehlungen

Die Drittstaatenregelungen der MiFID II/MiFIR bzw. Solvabilität-II decken nur einen geringen Teil der Finanzdienstleistungen ab, nämlich Investmentdienstleistungen an professionelle Kunden bzw. grenzüberschreitendes Rückversicherungsgeschäft. Normales Firmenkundengeschäft ist hiervon folglich nicht oder nur sehr begrenzt abgedeckt, da viele an Unternehmen gerichtete Dienstleistungen hiervon nicht erfasst werden (zum Beispiel Risikomanagement mit Derivaten in der Treasury, Liquiditätsmanagement, Direktversicherungen). Dienstleistungen für Privatkunden sind gar nicht abgedeckt. Eine Erweiterung des Äquivalenz-Regimes würde deshalb Konsistenz schaffen und mehr Dienstleistungen an Firmen- und Privatkunden ermöglichen.

Die CRDs sowie die beiden PSDs sehen dagegen überhaupt keine Drittstaatenregelung vor. Da die CRD die europäische Umsetzung der Basel-Regeln ist, betrifft dies unter anderem das Kreditgeschäft mit Firmenkunden. Folglich wäre aufgrund großer Überlappungen eventuell über eine gemeinsame Drittstaatenregelung nachzudenken, die mehrere Rechtsakte in einer einheitlichen Regelung umfasst, anstatt einzelne Bereiche separat zu regulieren.

Zusätzlich stellt sich die Frage, wie sich das Vereinigte Königreich bei noch umstrittenen Regelungen der Europäischen Union zu Basel III positioniert (zum Beispiel CVA-Ausnahme für NFCs, NSFR³⁴ oder die Verwendung interner Modelle zur Kreditvergabe an Unternehmen). Das Vereinigte Königreich könnte hier mit „kundenfreundlichen“ Regeln versuchen, lokalen Unternehmen einen Vorteil zu verschaffen.

Im Zusammenhang des Brexit mit MiFID II/MiFIR stellen sich zudem noch folgende Fragen:

- Was geschieht mit dem ab 2018 einzuführenden Commodity Position Reporting (zuständig: Banken), wenn mit einer UK-Bank gehandelt wird?
- Wo liegt die Zuständigkeit für die Limitüberwachung für relevante Swaps/Börsen? Welche Ausweichmöglichkeiten gibt es gegebenenfalls?

5.1.4 Anwendungsfall: Derivate

In Folge der globalen Finanzmarktkrise hatten die G20-Staaten unter anderem beschlossen, den außerbörslichen (Over-The-Counter, OTC) Derivatehandel transparenter und sicherer zu machen. In Europa wurde dazu die Europäische Marktinfrastruktur-Verordnung (EMIR)³⁵ geschaffen. OTC-Derivate werden in aller Regel mittels im Markt anerkannter Rahmenvereinbarungen vertraglich dokumentiert. Der Brexit hat auch Auswirkungen auf solche Dokumentationen.

³⁴ NFC: Non-Financial Counterparty; NSFR: Net Stable Funding Ratio.

³⁵ EMIR: European Market Infrastructure Regulation: Verordnung (EU) Nr. 648/2012 vom 4. Juli 2012 über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister.

EMIR

1. Überblick

EMIR ist eine in allen EU/EWR-Staaten direkt (also ohne Umsetzung in nationales Recht) anwendbare Verordnung und seit dem 16. August 2012 in Kraft. EMIR wird ergänzt durch verschiedene Durchführungsverordnungen der EU-Kommission; außerdem hat Deutschland im Februar 2013 Details im Ausführungsgesetz³⁶ geregelt, das verschiedene Gesetze änderte (unter anderem das KWG, WpHG, BörsG, VAG, InvG, FinDAG, FMSFG und die EGInsO).

Die wesentlichen Inhalte der EMIR sind die Einführung einer Clearingpflicht für in der Europäischen Union beaufsichtigte Finanzmarktteilnehmer (finanzielle Gegenparteien), aber auch für andere (nichtfinanzielle) Gegenparteien, die in größerem Umfang Derivate einsetzen, die nicht der Risikoabsicherung (dem „Hedging“) ihrer Geschäftstätigkeit dienen (vgl. Abbildung 1). Das Clearing entsprechend standardisierter Derivate muss dabei über zentrale Gegenparteien (Central Counterparties, CCPs) erfolgen. Bei Geschäften, die aufgrund ihrer Struktur nicht für das CCP-Clearing geeignet sind, haben die Parteien besondere Risikomanagement-Anforderungen zu erfüllen, einschließlich deren Besicherung (sowie höhere regulatorische Eigenkapitalanforderungen unter der CRR³⁷). Zudem gibt es eine Meldepflicht für OTC-Derivate an ein Transaktionsregister (TR), wobei die ESMA die Aufsicht über solche Transaktionsregister ausübt. Zuletzt enthält die EMIR auch Regelungen über die Anforderungen an die Zulassung und die laufende Beaufsichtigung von CCPs sowie über eine verstärkte Zusammenarbeit der Aufsichtsbehörden.

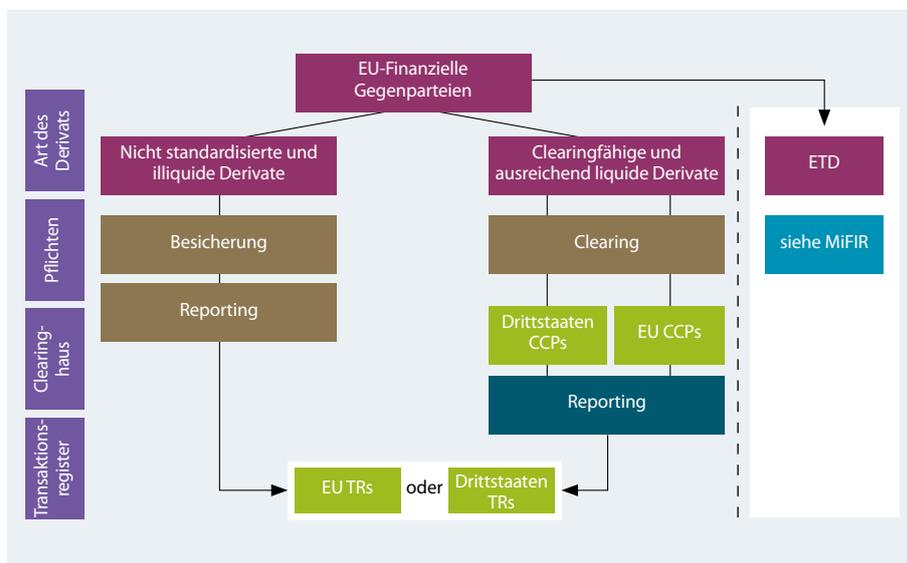


Abbildung 1: Vorgaben der EMIR für finanzielle Gegenparteien

³⁶ EMIR-Ausführungsgesetz vom 13. Februar 2013, BGBl. I Seite 174.

³⁷ CRR: Capital Requirements Regulation: Verordnung (EU) Nr. 575/2013 vom 26. Juni 2013 über Aufsichtsanforderungen an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen und [...].

2. Drittstaatenregelungen

Die EMIR enthält auch eine Drittstaatenregelung für TRs und CCPs. Diese wird noch besondere Bedeutung im Kontext des sogenannten Euro-Clearings (von Cash, Wertpapieren, Derivaten etc.) erlangen. Die EZB hatte 2011 argumentiert, dass nur so zu gewährleisten sei, dass sie bei Fehlfunktionen von CCPs voll durchgreifen könne. CCPs wären Schlüsselbestandteile des Finanzsystems, insbesondere da sich bei ihnen Kredit- und Liquiditätsrisiken bündelten. Da Störungen zu systemischen Krisen führen könnten, müsse das Euro-Clearing auch in der Eurozone stattfinden. Das Gericht der Europäischen Union (EuG) hat jedoch 2015 entschieden, dass die EZB nicht verlangen darf, dass Euro-Clearer in der Euro-Zone angesiedelt sein müssen (ein Fall, den die britische Regierung vorangetrieben hatte).³⁸ Die EZB hat bereits ihre Sorge artikuliert, dass im Falle eines Brexit die Aufsichtsqualität über UK-CCPs geschwächt wird.³⁹ Dass UK-Clearer solche Geschäfte nach den Drittstaatenregeln der EMIR weiterbetreiben dürfen, ist deshalb sehr unwahrscheinlich.⁴⁰ Für die Zulassung von in Drittstaaten belegenen TRs sieht Artikel 77 EMIR ein besonderes Verfahren vor, das unter anderem die Anerkennung der Äquivalenz des ausländischen Aufsichtsregimes durch die EU-Kommission erfordert.

Unter EMIR müsste eine britische CCP einen Antrag bei einer nationalen Aufsichtsbehörde in der Europäischen Union stellen. Sollte das erfolgreich sein, wäre sie als „Qualifying CCP“ (QCCP) in der gesamten Europäischen Union zu qualifizieren, auch unter der CRR. Das heißt, die über sie clearingenden EU-Banken könnten das entsprechende Adressenausfallrisiko der CCP bei der regulatorischen Eigenkapitalberechnung gleich einer EU-CCP ansetzen. Wäre das nicht möglich, hätte eine britische CCP einen erheblichen Wettbewerbsnachteil. Um die EU-Zulassung als Drittstaaten-CCP zu bekommen, müssten britische CCPs folgende Voraussetzungen erfüllen (Artikel 25 EMIR):

- Die EU-Kommission muss das entsprechende Aufsichts- und Regelungsregime des Vereinigten Königreichs als dem der Europäischen Union äquivalent bestätigen; insoweit besteht auch ein Reziprozitätserfordernis.⁴¹
- Die britische CCP muss im Vereinigten Königreich effektiv und wirksam beaufsichtigt werden.
- Es bedarf einer Kooperationsvereinbarung zwischen der ESMA und der zuständigen nationalen britischen Aufsichtsbehörde.
- Das Vereinigte Königreich muss Geldwäschebekämpfungssysteme unterhalten, die denen des EU-Rechts äquivalent sind.

Eine unter dem Drittstaaten-Regime der EMIR in der Europäischen Union zugelassene

³⁸ Vgl. EuG, Urteil vom 4. März 2015, T-496/11.

³⁹ Vgl. EZB, Letter Draghi, Frankfurt, Januar 2017, unter https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/170111letter_beresen.pdf?b83bafcc0913440d0e00fd9bbc07087d.

⁴⁰ Vgl. CNBC, ECB's Coeure warns on challenging future for London's euro clearing business post-Brexit, Januar 2017, unter <http://www.cnbc.com/2017/01/20/ecbs-coeure-warns-on-challenging-future-for-londons-euro-clearing-business-post-brexit.html>.

⁴¹ Für einige Staaten hat die EU-Kommission dies bereits bestätigt: Australien, Hongkong, Japan, Kanada, Mexiko, Schweiz, Singapur, Südafrika, Südkorea und die USA.

CCP kann auch Zugang zu EU-Handelsplätzen verlangen (wobei Reziprozität gegeben sein muss).

Unabhängig von den oben genannten CCP-Anforderungen sind es aufgrund der Meldepflichten für alle Marktteilnehmer besonders die TR-Regelungen der EMIR, denen in der Praxis in der Folge eines Brexit Bedeutung zukommen wird. Das grundsätzliche Vorgehen ist hierbei analog dem eben beschriebenen Prozess bei den CCPs.

3. Empfehlungen

Kurzfristig ist es wichtig, die weitere Verwendbarkeit schon bestehender Infrastrukturen bei CCPs und TRs (betroffen: DTCC Europe) für EU-Kunden sicherzustellen. Hierfür ist eine klarstellende Regelung zu empfehlen, dass bereits bei der ESMA zugelassene CCPs/TRs Bestandsschutz genießen. Die Funktionsfähigkeit von EMIR wäre gefährdet, wenn alle Betroffenen neue Lösungen suchen müssten, was auch nicht im Interesse der Europäischen Union sein kann.

Langfristig wird eine Öffnungsklausel wie im Schweizer Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG) benötigt, welche für vergleichbar regulierte Jurisdiktionen eine Doppelerfassung von OTC-Transaktionen verhindert (in beide Richtungen erforderlich). Bereits unter EMIR (oder einem anderen als äquivalent anerkannten Regime) gemeldete, grenzüberschreitende OTC-Transaktionen müssen unter gewissen Voraussetzung dann nicht mehr zusätzlich in der Schweiz gemeldet werden.

In dem dieses Jahr anstehenden EMIR-Review wird unter anderem diskutiert, das Reporting für Kunden generell den Banken zu überlassen. Sofern eine solche Bank im Vereinigten Königreich lizenziert wäre, könnte sie zukünftig aufgrund ihrer Ansässigkeit in einem Drittstaat dieses Reporting nicht mehr vornehmen. Während dieses Problem für die EMIR noch unsicher ist, wird es in anderen Regulierungen definitiv anfallen: zum Beispiel für das neue Reporting von Warenderivaten, Emissionszertifikaten und deren Derivaten unter MiFID II sowie für das Reporting von Repos und anderen Wertpapierfinanzierungsgeschäften gemäß der Verordnung über die Transparenz von Wertpapierfinanzierungsgeschäften (SFTR).⁴² In beiden Regelwerken wurde die in der Europäischen Union ansässige Bank als Verantwortliche verankert. Müssten Unternehmen diese Meldungen selbst übernehmen, entstünden erhebliche Zusatzkosten, auch weil die hierfür relevanten Formate vom aktuellen EMIR-Meldewesen abweichen. Eine andere Lösung könnte eine Delegation der Reportingpflicht auf eine EU-Bank sein.

Allgemeines Vertragsrecht, insbesondere ISDA

1. Überblick

Grenzüberschreitende Derivategeschäfte werden zumeist unter dem Rahmenvertrag („Master Agreement“) der International Swaps and Derivatives Association (ISDA) dokumentiert, zum Teil aber auch unter dem Deutschen Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte (DRV) und in bestimmten Märkten auch unter anderen Rahmenverträgen

⁴² SFTR: Securities Financing Transactions Regulation: Verordnung (EU) Nr. 2015/2365 vom 25. November 2015 über die Transparenz von Wertpapierfinanzierungsgeschäften und der Weiterverwendung sowie [...].

(zum Beispiel dem der European Federation of Energy Traders (EFET) oder dem Europäischen Rahmenvertrag (EMA)). Beim ISDA-Rahmenvertrag kann entweder englisches oder New Yorker Recht, beim DRV deutsches Recht und bei EMA und EFET das Recht verschiedener europäischer Staaten vereinbart werden.

Grundsätzlich sind durch den EU-Austritt des Vereinigten Königreichs keine sofortigen Auswirkungen auf das ISDA Master Agreement zu erwarten. Mit einer entsprechenden Anpassung wird erst nach Inkrafttreten des neuen Regiments zu rechnen sein. Hierbei werden insbesondere folgende Problembereiche zu beachten sein:

- Anerkennung der Gerichtsbarkeit (Brüssel I Verordnung).
- Rechtswahl (Rom I und II Verordnung).
- Auswirkungen des nationalen Insolvenzrechts, da europäisch einheitliche Regelungen zum Insolvenzrecht keine Anwendung mehr finden werden.
- Vollstreckbarkeit von Entscheidungen der UK-Gerichte.

2. Anpassungen aufgrund des Brexit nötig?

Diese Rahmenverträge enthalten heute zumeist schon ebenfalls standardisierte Ergänzungen, die sicherstellen, dass die jeweiligen Parteien alle EMIR-Anforderungen erfüllen, zum Beispiel durch Vereinbarung des ISDA-EMIR-Protokolls unter dem ISDA-Rahmenvertrag und des EMIR-Anhangs unter dem DRV. Für den Fall des Brexit findet die EU-Derivateregulierung im Vereinigten Königreich keine Anwendung mehr. Es ist davon auszugehen, dass sie durch eine britische Regulierung ersetzt werden wird, die dem in internationalen Gremien vereinbarten Standard entspricht. Gegebenenfalls erforderliche Anpassungen könnten durch Anpassung der Standardverträge vorgenommen werden.

3. Empfehlungen

Da Vertragsverhältnisse jeweils bilaterale Rechtsverhältnisse begründen, muss die Anpassung auch individuell für jedes Vertragsverhältnis getrennt vorgenommen werden. ISDA erleichtert die Vertragsanpassung in der Form, dass eine Vertragspartei durch einmaligen Beitritt zu einem ISDA-Protokoll dieses in alle ISDA-Rahmenvertragsverhältnisse einbezieht. Dagegen müssen die durch Abschluss des DRV begründeten Rechtsverhältnisse jeweils individuell angepasst werden. Aus Sicht des Marktes wäre es daher wünschenswert, dass nach dem Brexit eine Derivateregulierung besteht, die eine Fortführung der bestehenden Verträge erlaubt (und EU-Recht dem nicht entgegensteht). Wir gehen davon aus, dass dies auch im Interesse der Marktteilnehmer aus dem Vereinigten Königreich liegt.

Unter allgemeinen vertragsrechtlichen Aspekten wirft der Brexit zahlreiche Detailfragen auf, zum Beispiel:

- **Rechtswahlklausel:** Britisches Recht verliert an Attraktivität.
- **Gerichtsstandsklausel:** Londoner Gerichte könnten wegen möglicherweise erschwerter Anerkennung für Vollstreckung in der Europäischen Union an Attraktivität verlieren.
- **Schiedsklauseln:** Werden immer mehr verlangt.
- **Verschiedene Standardklauseln** (Material Adverse Change, Force Majeure, Steuerklauseln, Events of Default) werden daraufhin zu prüfen sein, ob der Brexit im Einzelfall ungewünschte Rechtsfolgen auslöst.

5.1.5 Anwendungsfall: Marktinfrastruktur

Der Zugang von EU-Finanzmarktinfrastrukturen zu Kunden aus dem Vereinigten Königreich – und umgekehrt – ist von enormer Bedeutung, da London auch post-Brexit weiter eine führende Rolle als Finanzzentrum spielen wird. Die enge Zusammenarbeit mit dem Vereinigten Königreich aufrechtzuerhalten wird daher von hoher Bedeutung sein.

Das EU-Recht findet während der Austrittsverhandlungen weiterhin Anwendung im Vereinigten Königreich. Im Vereinigten Königreich zugelassene Unternehmen bleiben bis zum endgültigen Austritt berechtigt, innerhalb der gesamten Europäischen Union Dienstleistungen wie Clearingaktivitäten zu erbringen. Nach dem Brexit bestimmt sich der Zugang zum EU-Binnenmarkt nach gegebenen Drittstaatenregelungen und setzt entsprechende Äquivalenz-Entscheidungen der EU-Kommission bzw. der ESMA voraus.

Sowohl die Europäische Union als auch das Vereinigte Königreich folgen internationalen Standards.⁴³ Darüber hinaus setzt das Vereinigte Königreich bereits bestehende und in der Implementierung befindliche EU-Regeln um. Die wesentlichen Regeln für Finanzmarktinfrastrukturanbieter sind:

- **MiFID II/MiFIR** (werden bis Anfang 2018 von der Europäischen Union und damit auch dem Vereinigten Königreich umgesetzt).
- **EMIR** (bereits von der Europäischen Union und dem Vereinigten Königreich umgesetzt).
- **EU-Zentralverwahrer-Verordnung (CSDR)⁴⁴** (aktuell in der Umsetzung durch die Europäische Union und das Vereinigte Königreich).

⁴³ Vgl. CPMI-IOSCO Principles for financial market infrastructures, welche in der EU durch die EMIR umgesetzt werden; die Leitlinien sind abrufbar unter <http://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>, Stand 2012.

⁴⁴ CSDR: Central Securities Depositories Regulation: Verordnung (EU) Nr. 909/2014 vom 23. Juli 2014 zur Verbesserung der Wertpapierlieferung und -abrechnungen in der Europäischen Union und über Zentralverwahrer sowie [...].

Einer Äquivalenzentscheidung zugunsten von Finanzmarktregeln aus dem Vereinigten Königreich würde somit theoretisch wenig entgegenstehen.

Handelsplätze, Clearinghäuser und Transaktionsregister (RMs, MTFs, OTFs, CCPs, TRs)

1. Überblick

Handelsplätze (MiFID II/MiFIR): Die Grundmechanismen für den europäischen Handel von Finanzinstrumenten werden ab 2018 durch die MiFID II/MiFIR umfassend geregelt. Wesentliche Inhalte der MiFID II/MiFIR sind die Verpflichtung von Finanzinstituten, bei der Ausführung von Finanztransaktionen Handelsplätze zu nutzen sowie umfassende Transparenzanforderungen an die Handelsteilnehmer (vgl. Abbildung 2). Weiterhin stellt die MiFIR umfassende Governance- und Stabilitätsanforderungen an die Betreiber von Finanzmarktinfrastrukturen.

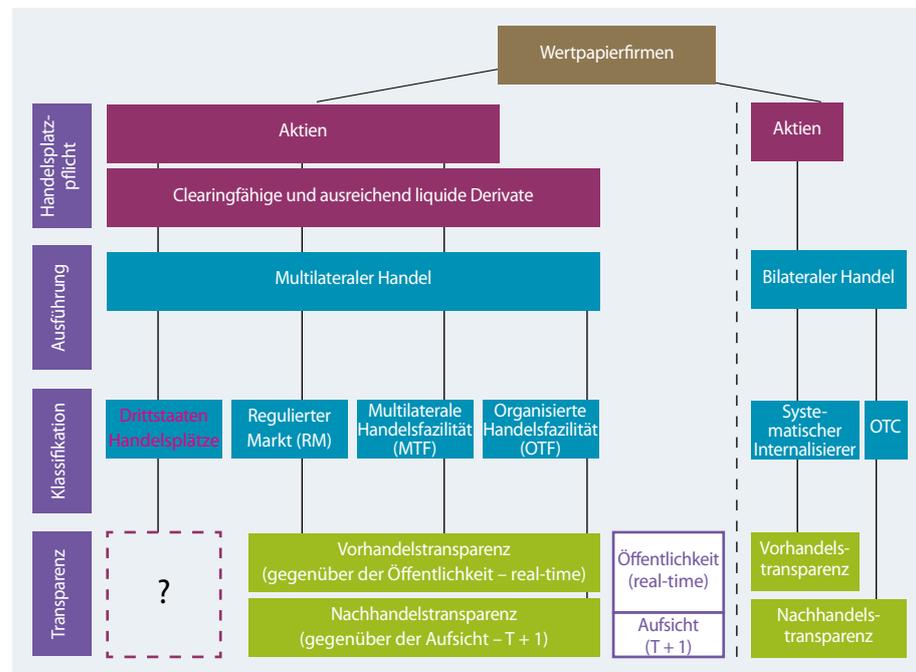


Abbildung 2: Handelsplatzpflicht und Transparenzanforderungen für Aktien und Derivate an die Handelsteilnehmer unter der MiFID II/ MiFIR

Datenbereitstellungsdienste (APA, ARM und CTP)⁴⁵: Mit der Einführung von MiFID II werden neue Transparenzmechanismen für von der Richtlinie betroffene Unternehmen eingeführt (vgl. Abbildung 3). Zudem werden die bisher nur für Aktien geltenden Reporting- und Transparenzpflichten auf nahezu alle Finanzinstrumente ausgeweitet.

⁴⁵ APA: Approved Publication Arrangement; ARM: Approved Reporting Mechanism; CTP: Consolidated Tape Provider.



Abbildung 3: Transparenzmechanismen unter der MiFID II/MiFIR

Clearinghäuser und Transaktionsregister (EMIR): Die G20-Ziele sowie die globalen CPMI-IOSCO-Prinzipien in Bezug auf Finanzmarktinfrastrukturen werden auf europäischer Ebene durch die EMIR umgesetzt und sind auch vom Vereinigten Königreich entsprechend implementiert worden. Darüber hinaus werden gegenwärtig die Sanierungs- und Abwicklungsmechanismen von CCPs umfassend durch die EU-Kommission geregelt, so dass das Vereinigte Königreich bis zum Brexit auch in Bezug auf diese Regelungen kompatibel mit den EU-Regelwerken sein dürfte.

2. Drittstaatenregelungen

Handelsplätze (MiFID II/MiFIR): MiFID II/MiFIR sieht für Handelsplätze eine Drittstaatenregelung über ein Äquivalenz-Regime vor (vgl. die Ausführungen zur MiFID II/MiFIR in Abschnitt 5.1.3)

Datenbereitstellungsdienste (APA, ARM und CTP): Anders als für Handelsplätze sieht die MiFID II jedoch keine Drittstaatenregelungen für Datenbereitstellungsdienste vor, so dass sich solche Infrastrukturen bei einem Brexit sowohl in der Europäischen Union als auch im Vereinigten Königreich zulassen und überwachen lassen müssten.

Clearinghäuser und Transaktionsregister (EMIR): Die EMIR sieht eine Drittstaatenregelung für CCPs und TRs vor (vgl. die Ausführungen zur EMIR in Abschnitt 5.1.4).

3. Empfehlungen

Handelsplätze (MiFID II/MiFIR): Die Komplexität des Marktes für den Wertpapierhandel könnte sich durch den Brexit deutlich erhöhen. Das Vereinigte Königreich könnte als Drittstaat diese komplexen Marktstrukturen im Sinne einer regulatorischen Arbitrage umgehen, so dass hoch regulierte europäische Handelsplätze mit leichter regulierten Handelsplätzen aus dem Vereinigten Königreich im Wettbewerb um die Erfüllung der Handelsplatzpflicht stünden. Damit das Ziel des Regulators, die Märkte stabiler und transparenter zu gestalten, nicht gefährdet wird, muss daher sehr genau geprüft werden, ob die Regelungen in Nicht-EU-Ländern äquivalent umgesetzt werden. Die Tabelle in Anhang 1 enthält beispielhaft eine Reihe von Regelungen, die im Rahmen der Äquivalenzentscheidungen zu MiFID II/MiFIR überprüft werden sollten, um regulatorische Arbitrage zwischen der Europäischen Union und dem Vereinigten Königreich zu verhindern. Da das Vereinigte Königreich die Anforderungen aus der MiFID II/MiFIR aber ebenfalls umsetzen wird, ist derzeit die Gefahr überschaubar, so dass das Vereinigte Königreich zum Zeitpunkt des Brexit näher an den europäischen Regeln sein dürfte als die Schweiz oder die USA.

Datenbereitstellungsdienste (APA, ARM und CTP): Das bestehende Regime erfordert eine eigene Zulassung von Drittstaaten-Datenbereitstellungsdiensten in der Europäischen Union. Es ist darauf zu achten, dass im Rahmen der Zulassung die Einhaltung aller relevanten Vorschriften durch den Anbieter überprüft wird, um Wettbewerbsgleichheit zu erreichen.

Clearinghäuser und Transaktionsregister (EMIR): Auch im Kontext der EMIR wird sich durch den Brexit die Komplexität des Clearing-Marktes erhöhen. Das Vereinigte Königreich könnte auch hier versuchen, durch entsprechende Maßnahmen einen Wettbewerbsvorteil zugunsten britischer CCPs und TRs zu schaffen, die vermehrt von europäischen Marktteilnehmern genutzt werden könnten, um ihre regulatorischen Verpflichtungen zu erfüllen. Es ist daher sicherzustellen, dass EU-CCPs und -TRs nicht mit weniger stark regulierten CCPs und TRs aus dem Vereinigten Königreich konkurrieren (zum Beispiel: geringere Eigenkapitalanforderungen für UK-CCPs). Um sicherzustellen, dass keine regulatorische Arbitrage stattfindet, müssten die relevanten Bereiche der EMIR (vgl. Tabelle im Anhang 1) im Rahmen der Äquivalenzentscheidung detailliert geprüft werden. Als Reaktion auf den Brexit werden die Europäische Union und die EZB wahrscheinlich darauf bestehen, dass das Clearing von Euro denominierten Derivaten nach einem Austritt des Vereinigten Königreichs innerhalb der Europäischen Union abgewickelt wird, um ihre Aufsichts- und Zugriffsmöglichkeiten bei systemrelevanten Derivatengeschäften sicherzustellen. Dies würde die oben genannten Drittstaaten-Regelungen erheblich einschränken und könnte zu Verlagerungen der Clearinggeschäfte von Euro denominierten Derivaten in die Europäische Union führen.

Zentralverwahrer (CSDs)

1. Überblick

Wertpapier-Zentralverwahrer (CSDs⁴⁶) bieten zentrale Infrastruktur-Funktionen für die Kapitalmärkte an, indem sie die Verbuchung, Verwahrung und Abrechnung von Wertpapieren bzw. Wertpapiergeschäften sicherstellen. In diesem sogenannten Nachhandelsbereich haben über lange Zeit unterschiedliche Praktiken und Regelungen in den EU/EWR-Staaten zu unnötig hohen Kosten und Risiken gerade bei grenzüberschreitenden Geschäften geführt. Um insoweit europaweit einheitliche Standards und Regeln zu schaffen, wurde die EU-Zentralverwahrer-Verordnung (CSDR) geschaffen, die in allen EU/EWR-Staaten direkt anwendbar ist.

Nach den Bestimmungen der CSDR dürfen in der Europäischen Union zugelassene Zentralverwahrer Dienstleistungen im gesamten Gebiet der Europäischen Union, auch durch Gründung einer Zweigniederlassung, erbringen. Anders als beim Passporting-Mechanismus für Trading- und Clearingaktivitäten, wonach eine Zulassung in einem Mitgliedsstaat unmittelbar zur Erbringung von Dienstleistungen in der gesamten Europäischen Union berechtigt, muss ein Zentralverwahrer vor Erbringung einer Dienstleistung in einem anderen Mitgliedsstaat die Aufsichtsbehörde seines Herkunftsmitgliedstaates über sein Vorhaben informieren und ihr umfangreiche Informationen (Artikel 23 Absatz 3 CSDR) zur Verfügung stellen. In der Regel gibt es in den meisten Mitgliedsstaaten nur einen CSD.

2. Drittstaatenregelungen

Die CSDR enthält eine Drittstaatenregelung. Nach Artikel 25 Absatz 1 CSDR besteht für CSDs die Möglichkeit, in der Europäischen Union/dem Europäischen Wirtschaftsraum weiterhin Geschäfte grenzüberschreitend zu betreiben bzw. Zweigniederlassungen zu gründen, sofern sie erfolgreich das Verfahren nach Artikel 25 Absatz 4 bis 11 CSDR durchlaufen haben. Die Erbringung grenzüberschreitender Dienstleistungen von CSDs bzw. die Gründung von Zweigniederlassungen wird dann von der ESMA genehmigt, wenn in dem Land, von dem aus die Leistungen erbracht werden sollen bzw. in dem die Hauptniederlassung angesiedelt ist, ein mit dem in der Europäischen Union vergleichbares Aufsichts-niveau existiert. Konkret wird die ESMA im Rahmen der Drittstaatenregelung folgendes prüfen müssen:

- Feststellung der Äquivalenz, der dann gültigen nationalen Regelungen im Vereinigten Königreich mit denen der CSDR durch Beschluss der EU-Kommission.
- Der betreffende CSD aus dem Vereinigten Königreich ist dort ordnungsgemäß zugelassen und beaufsichtigt/überwacht.
- Eine Kooperation zwischen der ESMA und der zuständigen nationalen britischen Aufsichtsbehörde besteht.

⁴⁶ CSDs: Central Securities Depositories.

Sollte es erforderlich sein, muss der betreffende CSD alle notwendigen Schritte unternehmen, um seinen Nutzern die Einhaltung der anwendbaren nationalen Regeln der EU/EWR-Staaten zu ermöglichen. Das kann deswegen bedeutsam sein, weil die CSDR aufsichtsrechtliche, aber keine (inhaltlichen) wertpapierrechtlichen Anforderungen enthält, ein Gebiet, das bislang allein den Mitgliedsstaaten vorbehalten geblieben ist. Das entsprechende EU-Regulierungsprojekt (SLD)⁴⁷ wurde in den letzten Jahren (wegen der Uneinigkeit zwischen Staaten mit sachenrechtlichem Wertpapiersystem, wie Deutschland, und solchen mit vertrags-/ treuhandrechtlichem System, wie USA oder Schweiz) nicht vorangetrieben, was sich aber im Rahmen der EU-Kapitalmarktunion noch ändern könnte. In diesem Fall wäre es für Deutschland wichtig, dass diese Reform inhaltlich auf der Basis des Genfer Wertpapierübereinkommens ausgestaltet wird.

Eine Drittstaaten-Genehmigung für im Vereinigten Königreich ansässige CSDs wäre allerdings mit erheblichem Verwaltungs-, Kosten- und Zeitaufwand verbunden, dem keine erhöhte Sicherheit der Wertpapiermärkte gegenüberstünde. Alleine das Verfahren zur Genehmigung eines in einem Drittland ansässigen CSD kann bis zu sechs Monate dauern (vgl. Artikel 25 Absatz 6 Satz 7 CSDR). Das ist auch deswegen eine schwierige Schwelle für die Drittstaatenregelung anstrebende CSDs aus dem Vereinigten Königreich, weil sie nach Artikel 69 Absatz 3 CSDR einen Antrag nur innerhalb von sechs Monaten stellen können, gerechnet vom späteren Zeitpunkt von entweder (i) dem Inkrafttreten bestimmter RTS oder (ii) dem Durchführungsbeschluss der EU-Kommission zur Äquivalenz (Artikel 25 Absatz 9 CSDR).

3. Empfehlungen

Vor diesem Hintergrund könnte erwogen werden, die derzeit bereits unter der CSDR bestehenden Zulassungen von britischen CSDs in der Europäischen Union/dem Europäischen Wirtschaftsraum nach einem Brexit unter Bestandsschutz zu stellen (zum Beispiel im Austrittsabkommen), sofern sich das Vereinigte Königreich verpflichtet, auch weiterhin für ein der CSDR entsprechendes Aufsichtsniveau zu sorgen.

5.1.6 Anwendungsfall: Fonds

1. Überblick

Das existierende regulatorische Regime im Vereinigten Königreich für das Kapitalanlagegeschäft (Asset Management) beruht im Wesentlichen auf EU-Direktiven, insbesondere der Richtlinie über Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW)⁴⁸, der MiFID II/MiFIR und der Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFMD)⁴⁹.

⁴⁷ SLD: Securities Law Directive. Vgl. unter anderem Europäische Kommission, SLD Roadmap, unter http://ec.europa.eu/smart-regulation/impact/planned_ia/docs/2009_markt_050_securities_law_en.pdf.

⁴⁸ OGAW: Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren: Richtlinie Nr. 2014/91/EU vom 23. Juli 2014 zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften betreffend bestimmte Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) [...].

⁴⁹ AIFMD: Alternative Investment Fund Managers Directive: Richtlinie Nr. 2011/61/EU vom 8. Juni 2011 über die Verwalter alternativer Investmentfonds [...].

Asset Manager sind aufgrund ihrer Intermediärfunktion wesentliche Bestandteile eines funktionierenden Kapitalmarktökosystem, insbesondere bei der Strukturierung und Distribution von Liquidität/Kapital.

Da das Vereinigte Königreich seine Regelungen aufgrund des Brexit voraussichtlich überarbeiten wird, ist es für die kommenden Verhandlungen und für den Übergangsprozess sehr wichtig, dass fiduziäre Asset Management-Tätigkeiten, die zwischen dem Vereinigten Königreich und anderen europäischen Staaten stattfinden, im Interesse der Anleger so weit wie möglich fortgeführt werden können.

Dies liegt auch im gemeinsamen Interesse des europäischen Finanzmarkts. So gelten beispielweise OGAW-Fonds als ein weltweit anerkanntes Synonym für harmonisierte EU-Regelungen im Asset Management, die höchsten Standards entsprechen und international erfolgreich etabliert sind. Auch wenn diese Fonds in wesentlichen Teilen in Luxemburg oder Irland beheimatet sind, ist die Frage des Marktzuganges für sämtliche in der Europäischen Union tätigen Asset Manager relevant.

Im Hinblick auf den hohen Marktanteil von UK-Unternehmen am Handel von Finanzinstrumenten in der gesamten Europäischen Union ist es für die Asset Manager in ganz Europa wichtig, weiterhin den notwendigen Zugang zum UK-Markt und der großen Anzahl an Marktteilnehmern aus dem Vereinigten Königreich beizubehalten. Andernfalls besteht ein Risiko von negativen Auswirkungen auf die notwendigen Geschäfte der Asset Manager mit anderen Marktteilnehmern, insbesondere um die bestmögliche Ausführung von Transaktionen im Sinne des Kunden sicherzustellen.

2. Drittstaatenregelungen

Zusätzlich zu möglichen Äquivalenz-Regelungen insbesondere unter der MiFID II/MiFIR gibt es unter der AIFMD die Möglichkeit, dass die EU-Kommission einen Drittstaaten-Pass gewährt. Die Entscheidung der EU-Kommission stützt sich dabei auf eine Empfehlung der ESMA, welche das regulatorische Regime des betreffenden Drittstaats bewertet. Diesen Prozess haben schon einige Staaten durchlaufen, und die ESMA hat beispielweise für Kanada, Guernsey, Japan, Jersey und die Schweiz der EU-Kommission eine positive Empfehlung gegeben. Letztere hat jedoch den Drittstaaten-Pass unter der AIFMD noch nicht gewährt. Die OGAW beinhaltet dagegen bisher keine Drittstaatenregelung.

Ein weiteres post-Brexit-Szenario könnte sein, dass UK-basierte Asset Manager, welche weiterhin ihre Produkte gemäß Privatplatzierungsvorschriften an EU-Investoren vertreiben möchten, sowohl den Sitz des Investmentfonds als auch die Vertriebsplattform in einen EU-Staat verlegen (zum Beispiel Luxemburg oder Irland), wobei das Management an ihre jeweilige Betriebsstätte im Vereinigten Königreich delegiert werden könnte.

3. Empfehlungen

Die bestehenden Drittstaatenregelungen unter der MiFID II/MiFIR und der AIFMD müssen auch tatsächlich umgesetzt werden und dürfen nicht nur ein theoretisches Konstrukt bleiben. Zudem ist zu erwägen, ein vergleichbares Äquivalenz-Regime für die OGAW zu implementieren.

5.1.7 Anwendungsfall: Wertpapierprospekte

Allgemeines zum Prospekt- und Börsenzulassungsrecht sowie dem Zugang von Emittenten zum Primär- und Sekundärkapitalmarkt

1. Überblick

Emittenten, die Wertpapiere im EWR öffentlich anbieten oder Wertpapiere am regulierten Markt einer Börse innerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums zum Handel zulassen wollen, sind nach den Regelungen der Prospektrichtlinie und des WpPG grundsätzlich verpflichtet, einen Wertpapierprospekt zu erstellen, von der zuständigen EWR-Behörde billigen zu lassen und zu veröffentlichen. Der Wertpapierprospekt muss dabei den europaweit harmonisierten Anforderungen der Prospektverordnung entsprechen. Eine noch weitergehende Harmonisierung der Anforderungen an Prospekte, des Billigungsverfahrens und der Ausnahmen von der Prospektspflicht wird derzeit im Rahmen der EU-Kapitalmarktunion im Wege des Erlasses einer neuen Prospektverordnung, die die bisherige Prospektrichtlinie, die bisherige Prospektverordnung und Teile der nationalen Regelungen (wie zum Beispiel das WpPG) ablösen soll, angestrebt.

Ein Wertpapierprospekt, der von einer zuständigen EWR-Behörde gebilligt wurde, kann in andere EWR-Länder gemeldet und dort ohne eine weitere Prüfung durch die Behörde des Aufnahmestaates als Grundlage für ein öffentliches Angebot oder eine Börsenzulassung verwendet werden (Passporting). So kann zum Beispiel der IPO-Prospekt eines deutschen Emittenten, der von der BaFin gebilligt wurde, an die Behörde des Vereinigten Königreiches gemeldet werden.

Erfolgt die Umsetzung der neuen Prospektverordnung jedoch nicht bevor durch den „Great Repeal Act“ aktuell geltendes EU-Recht in UK-Recht umgewandelt wird, könnten sich innerhalb kürzester Zeit Unterschiede zwischen den entsprechenden EU- und UK-Regelungen ergeben.

2. Drittstaatenregelungen

Verlässt das Vereinigte Königreich die Europäische Union, wären dort ansässige Unternehmen als Drittstaatenemittenten zu behandeln. Zwar enthält das WpPG eine Drittstaatenregelung, die vorsieht, dass die BaFin einen Prospekt eines Drittstaatenemittenten für ein öffentliches Angebot oder die Börsenzulassung in Deutschland billigen kann (Ermessensentscheidung), vorausgesetzt, dieser wurde nach den für den Drittstaatenemittenten geltenden Vorschriften erstellt, entspricht den IOSCO-Offenlegungsstandards und die anwendbaren Informationspflichten sind den Anforderungen des WpPG und der Prospektverordnung, auch in Bezug auf Finanzinformationen, gleichwertig. Insofern enthält das deutsche Recht bereits eine zumindest theoretische Möglichkeit für UK-Emittenten, auch post-Brexit auf Basis eines nach den dann geltenden britischen Vorschriften erstellten Prospekts, eine Billigung in Deutschland zu beantragen und den so gebilligten Prospekt dann auch in anderen EWR-Länder notifizieren zu lassen.

Allerdings wurde von dieser Vorschrift bisher in der Praxis kein Gebrauch gemacht. Vielmehr haben Drittstaatenemittenten für Angebote und Börsenzulassungen in Deutschland Prospekte erstellt, die von vorneherein den Vorgaben des WpPG und der

Prospektverordnung entsprechen, da dies der schnellere und rechtssicherere Weg für sie war. Zudem bietet diese Vorschrift nur einen Weg für UK-Emittenten in die Europäische Union, nicht aber einen Weg für deutsche Emittenten in das Vereinigte Königreich. Schließlich ändert auch diese Vorschrift nichts daran, dass zwei separate Billigungsverfahren erforderlich sind, wenn ein UK-Emittent sowohl im Vereinigten Königreich als auch in Deutschland ein öffentliches Angebot durchführen möchte. Ebenso müssten EWR-Emittenten, die im Vereinigten Königreich Wertpapiere öffentlich anbieten oder an der Börse zulassen wollen, dort ein separates Billigungsverfahren durchlaufen (es sei denn, das Vereinigte Königreich erkennt EWR-gebilligte Prospekte an).

3. Empfehlungen

Der europäische Fremd- und Eigenkapitalmarkt wird stark von UK-Investoren geprägt. Viele finanzstarke institutionelle Investoren sind ausschließlich im Vereinigten Königreich ansässig bzw. haben dort ihre europäischen Zentralen, weshalb der Zugang zum UK-Kapitalmarkt für EWR-Emittenten eine hohe Bedeutung hat, insbesondere für die Aufnahme von Fremdkapital mittels Anleiheemissionen. Deshalb muss ein übergeordnetes Ziel der Verhandlungen sein, insbesondere den Zugang von EWR-Emittenten zum UK-Kapitalmarkt so unkompliziert wie möglich zu gestalten. Auch der Erhalt des Zugangs von UK-Emittenten zum EWR-Kapitalmarkt ist wünschenswert.

Im Folgenden wird zunächst der Zugang von EWR-Emittenten zum UK-Kapitalmarkt näher dargestellt, anschließend der Zugang von UK-Emittenten zum EWR-Kapitalmarkt, und schließlich wird auf die Prospektanforderungen als solche eingegangen.

Zugang von EWR-Emittenten zum UK-Kapitalmarkt

1. Überblick

Das Passporting von Prospekten in das Vereinigte Königreich hatte für deutsche Emittenten in der bisherigen Praxis keine besondere Relevanz. Die meisten öffentlichen Angebote von Eigenkapital- oder Fremdkapitalinstrumenten deutscher Emittenten werden nicht in das Vereinigte Königreich notifiziert. Stattdessen nutzen deutsche Emittenten (und die begleitenden Emissionsbanken) regelmäßig Ausnahmen von der Prospekterfordernis (insbesondere für Platzierungen ausschließlich an institutionelle Investoren und sogenannte qualifizierte Anleger). Die wichtigsten Ausnahmen (einschließlich der Ausnahme für Platzierungen an institutionelle Investoren) werden in der Praxis häufig auch unter dem Begriff „Privatplatzierungen“ zusammengefasst. Diese Ausnahmen sind in der Prospekttrichtlinie bzw. in der künftigen Prospektverordnung einheitlich vorgegeben und wurden über mehrere Jahre hinweg in der Praxis etabliert. Auf Grundlage dieser Ausnahmen haben deutsche Emittenten einfachen Zugang zu UK-Investoren.

Wichtige Ausnahmen in der Praxis sind unter anderem:

- Angebote an qualifizierte Anleger im Vereinigten Königreich.
- Angebote an weniger als 150 nicht-qualifizierte Anleger im Vereinigten Königreich.

- Stückelungen von 100.000 Euro oder mehr.
- Angebote, die einen Mindestbetrag von 100.000 Euro pro Anleger vorsehen.
- Angebote an Mitarbeiter.

2. Drittstaatenregelungen

Die EU-Drittstaatenregelung macht nur Vorgaben für den Zugang von Drittstaaten-Emittenten in die Europäische Union, jedoch nicht umgekehrt. EWR-Emittenten, die im Vereinigten Königreich Wertpapiere öffentlich anbieten oder an der Börse zulassen wollen, müssen deshalb dort ein separates Billigungsverfahren durchlaufen – es sei denn, das Vereinigte Königreich erkennt in Zukunft EWR-gebilligte Prospekte an (vgl. zudem die Ausführungen zu Drittstaatenregelungen für Prospekte in den vorherigen Abschnitten).

3. Empfehlungen

Ideal wäre aus Sicht der Kapitalversorgung von Unternehmen und damit der Finanzierung von Innovation und Arbeitsplätzen, dass das bisherige einheitliche Prospektregime einschließlich des Passportings aufrechterhalten wird. Möglicherweise gibt es bestimmte Ausnahmefälle oder Sonderkonstellationen, in welchen Passporting in das Vereinigte Königreich für deutsche Emittenten von besonderem Interesse ist. Daher besteht zumindest ein erhebliches Interesse daran, dass die Anforderungen an den Prospektinhalt im Vereinigten Königreich auch post-Brexit mit den Anforderungen in der Europäischen Union gleichlaufen.

Falls dies nicht möglich ist, ist es aus Sicht deutscher Emittenten von erheblicher Bedeutung, dass zumindest das Ausnahmeregime für institutionelle Platzierungen und andere von der Prospekterfordernis befreite Platzierungen im Vereinigten Königreich auch post-Brexit nach Möglichkeit unverändert in Kraft bleiben. Dies umfasst die maßgeblichen Ausnahmen von der Prospektspflicht und die maßgebliche Terminologie dieser Ausnahmeregelungen. Es ist wünschenswert, dass die bisherigen Konzepte und Definitionen fortgeführt werden, so dass interne Richtlinien, IT-Systeme und etablierte Praktiken der Emissionsbanken nicht angepasst werden müssen, um in Zukunft zusätzlich zum EWR-Standard auch einem separaten und abweichendem UK-Standard zu entsprechen. Es ist naheliegend, dass auch das Vereinigte Königreich dieses Ausnahmeregime weitgehend aufrechterhalten möchte, um den UK-Investoren die bisherigen Investitionsmöglichkeiten auch post-Brexit zu erhalten.

Zugang von UK-Emittenten zum EWR-Kapitalmarkt

1. Überblick

In der Praxis spielt das Passporting von UK-Emittenten nach Deutschland keine bedeutende Rolle. Möglicherweise gibt es bestimmte Ausnahmefälle oder Sonderkonstellationen, in welchen Passporting vom Vereinigten Königreich nach Deutschland oder andere EWR-Staaten (zum Beispiel Luxemburg) von besonderem Interesse ist. Gleichzeitig ist naheliegend, dass das Vereinigte Königreich ein Interesse daran haben wird,

dass das Ausnahmeregime (insbesondere für Platzierungen bei institutionellen Investoren) fortgeführt wird, so dass UK-Emittenten Zugang zu institutionellen Investoren innerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums haben.

2. Drittstaatenregelungen

Siehe vorstehende Ausführungen zu Drittstaatenregelungen für Prospekte.

Das deutsche Recht enthält eine Möglichkeit für UK-Emittenten, auch post-Brexit auf Basis eines nach den dann geltenden britischen Vorschriften erstellten Prospekts eine Billigung in Deutschland zu beantragen und den so gebilligten Prospekt auch in andere EWR-Länder notifizieren zu lassen (vgl. die zugehörigen Bedingungen für dieses Verfahren in den vorherigen Abschnitten). Schließlich ändert aber auch diese Vorschrift nichts daran, dass zwei separate Billigungsverfahren erforderlich sind, wenn ein UK-Emittent sowohl im Vereinigten Königreich als auch in Deutschland ein öffentliches Angebot durchführen möchte.

3. Empfehlungen

Ideal wäre aus Sicht der Kapitalversorgung von Unternehmen und damit der Finanzierung von Innovation und Arbeitsplätzen, dass das bisherige einheitliche Prospektregime einschließlich des Passportings aufrechterhalten wird (vgl. die Ausführungen in den beiden vorherigen Abschnitten zum Prospektrecht). Ein Interesse des Vereinigten Königreichs an der Aufrechterhaltung des Passportings (zum Beispiel nach Luxemburg) und des Ausnahmeregimes kann im Rahmen der Verhandlungen genutzt werden.

Anforderungen an den Inhalt von Wertpapierprospekten

1. Überblick

Die Prospekttrichtlinie (zukünftig: die neue Prospektverordnung) etabliert einen einheitlichen Offenlegungsstandard für Wertpapierprospekte im Europäischen Wirtschaftsraum. Dieser einheitliche Offenlegungsstandard ist Grundlage für das Passporting.

2. Drittstaatenregelungen

Nach dem Brexit und nach Kündigung des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum findet dieser einheitliche Offenlegungsstandard keine automatische Anwendung mehr im Vereinigten Königreich. Konsequenz wäre, dass sich ein abweichendes Offenlegungsregime im Vereinigten Königreich bilden könnte. Damit würde auch die Grundlage für ein Passporting wegfallen; zudem könnten sich daraus Haftungsrisiken für deutsche Emittenten ergeben, die institutionelle Platzierungen im Vereinigten Königreich auf Basis von Prospekten vornehmen, die nur dem dann abweichenden EWR-Prospektoffenlegungsstandard entsprechen. Die oben beschriebene Drittstaatenregelung des WpPG als solche bietet für dieses Problem keine Lösung, denn sie setzt Äquivalenz der Offenlegungspflichten im Drittstaat voraus, bietet aber kein Instrumentarium, um diese Äquivalenz zu schaffen bzw. zu sichern (vgl. zudem die Ausführungen zu Drittstaatenregelungen für Prospekte in den vorherigen Abschnitten).

3. Empfehlungen

Es besteht ein wesentliches Interesse deutscher Emittenten, dass der Prospektoffenlegungsstandard auch zukünftig einheitlich bleibt. Selbst wenn der EWR-Prospekt nicht notifiziert wird, werden EWR-Prospekte häufig im Rahmen von institutionellen Platzierungen im Vereinigten Königreich verwendet. Ein einheitlicher Offenlegungsstandard würde deutsche (und andere EWR-) Emittenten vor erhöhten Haftungsrisiken schützen, die sich aus den abweichenden Offenlegungsstandards ergeben könnten. Eine fortbestehende Äquivalenz der Offenlegungsstandards würde zudem dazu beitragen, dass deutsche Emittenten auch dann, wenn das Passporting wegfällt, post-Brexit einen einfacheren Marktzugang für öffentliche Angebote und Börsenzulassungen im Vereinigten Königreich haben, denn äquivalente Offenlegungsstandards würden es deutschen Emittenten erleichtern, zukünftig eine Prospektbilligung nicht nur von der BaFin, sondern zusätzlich auch von der Behörde des Vereinigten Königreichs zu erlangen.

Allerdings ist es naheliegend, dass sich die Offenlegungsstandards auch ohne explizite Einigung über eine Äquivalenz im Rahmen der Austrittsverhandlungen weitgehend äquivalent entwickeln werden. Es hat sich ein auf dem Wesentlichkeitsprinzip basierender internationaler Offenlegungsstandard entwickelt, so dass zum Beispiel institutionelle Platzierungen in den Vereinigten Staaten regelmäßig auf Basis von EWR-Prospekten (die anhand der EWR-Offenlegungsstandards vorbereitet wurden) durchgeführt werden.

5.1.8 Anwendungsfall: Transparenzregime

Transparenzpflichten börsennotierter Gesellschaften

1. Überblick

Die Transparenz-Richtlinie⁵⁰ zielt darauf ab, die Informationen zu verbessern, die Investoren über Emittenten und Wertpapiere zur Verfügung gestellt werden müssen, die an einem regulierten Markt im EWR zum Handel zugelassen sind. Die Transparenz-Richtlinie und die zu ihrer Umsetzung erlassenen nationalen Regelungen (in Deutschland das WpHG) verlangen von EWR-Emittenten insbesondere die Veröffentlichung von regelmäßigen Finanzinformationen. Zudem sehen sie Veröffentlichungspflichten im Hinblick auf Stimmrechtsbeteiligungen an solchen Emittenten vor. Die nationalen Umsetzungsregeln des Heimatstaates des Emittenten finden Anwendung und die im Heimatstaat zuständige Aufsichtsbehörde überwacht die Einhaltung dieser Vorschriften. Für deutsche Emittenten, deren Aktien am regulierten Markt einer deutschen Börse notieren, findet das WpHG Anwendung und die BaFin ist die zuständige Aufsichtsbehörde.

2. Drittstaatenregelungen

Eine explizite Drittstaatenregelung existiert nicht; vielmehr treffen die Transparenzpflichten in gesetzlich definierten Konstellationen auch Emittenten aus Drittstaaten (Anknüpfungspunkt ist hier insbesondere die Zulassung von Finanzinstrumenten des Drittstaatemittenten an einem regulierten Markt innerhalb des Europäischen Wirt-

⁵⁰ Richtlinie 2013/50/EU vom 22. Oktober 2013 zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG, der Richtlinie 2003/71/EG sowie der Richtlinie 2007/14/EG.

schaftsraums). Drittstaatenemittenten erhalten die Erlaubnis zur Emission von Wertpapieren und/oder Derivaten nur, wenn sie auch damit verbundene Transparenz- und andere Vorschriften einhalten. Für Personen oder Unternehmen im Vereinigten Königreich, die mitteilungspflichtige Instrumente in Bezug auf deutsche börsennotierte Emittenten halten, gelten die Stimmrechtsmitteilungspflichten der Transparenz-Richtlinie auch weiterhin, weil sie unabhängig von der geographischen Ansässigkeit der jeweiligen Person bzw. des jeweiligen Unternehmens Anwendung finden.

Mit dem Brexit entfällt zwar die Geltung der Transparenz-Richtlinie für das Vereinigte Königreich, das dazugehörige Umsetzungsgesetz bleibt davon jedoch unberührt. Insgesamt messen wir dem Thema für deutsche Emittenten nur geringe Bedeutung bei, denn basierend auf öffentlich verfügbaren Informationen scheint es nur wenige deutsche Emittenten zu geben, deren Aktien sowohl an einer Börse in Deutschland als auch an einer Börse im Vereinigten Königreich zugelassen sind. Für deutsche Emittenten mit einer Zulassung (nur) in Deutschland wird sich auch post-Brexit nichts ändern; sie bleiben unter dem Regime der Transparenz-Richtlinie. Deutsche Emittenten mit einer zusätzlichen Börsenzulassung im Vereinigten Königreich könnten allerdings post-Brexit einem dann abweichenden Transparenzregime unterfallen. Trotzdem sollte das in der Praxis von eher untergeordneter Bedeutung sein, denn zum einen gibt es nur wenige deutsche Emittenten mit einem Dual Listing im Vereinigten Königreich, zum anderen unterlagen diese Emittenten auch bisher bereits speziellen UK-Listing-Regeln, da die Börsen im Vereinigten Königreich in der Regel umfassende eigene Zulassungsregeln haben (die auch besondere post-listing Offenlegungspflichten umfassen). Dieser Aspekt könnte unseres Erachtens allerdings dann besondere Relevanz bekommen, wenn das Vereinigte Königreich post-Brexit strengere Offenlegungsregeln für EWR-Emittenten einführt, deren Anleihen an einer Börse im Vereinigten Königreich notieren.

3. Empfehlungen

Aus Sicht deutscher Emittenten mit Börsenzulassung auch im Vereinigten Königreich ist es wünschenswert, dass das europäische Transparenzregime auch weiterhin im Vereinigten Königreich Anwendung findet. Allerdings erscheint uns dieser Punkt aus den vorstehend genannten Gründen von nicht allzu großer Bedeutung. Minimalziel sollte sein, dass das Vereinigte Königreich sich verpflichtet, EWR-Emittenten, welche Bonds an Börsen des Vereinigten Königreichs zugelassen haben, keine strengeren Transparenzpflichten aufzuerlegen als in der Transparenz-Richtlinie für solche Bond-Emittenten vorgesehen. Da die britische Regierung eher Erleichterungen als eine Verschärfung der Regelungen angekündigt hat, scheint die Gefahr einer Verschärfung jedoch gering.

Stimmrechtsmitteilungspflichten von Emittenten, deren Aktien an einem regulierten Markt notieren

1. Überblick

Personen oder Unternehmen, die Stimmrechte an Emittenten halten, deren Aktien an einem regulierten Markt im Europäischen Wirtschaftsraum notieren, müssen bei Erreichen, Überschreiten oder Unterschreiten bestimmter Schwellenwerte entsprechende Stimmrechtsmitteilungen an den Emittenten sowie die zuständige Aufsichtsbehörde machen. Dies gilt auch für bestimmte derivative Instrumente, die sich auf die Aktien dieser Emittenten beziehen.

2. Drittstaatenregelungen

Eine explizite Drittstaatenregelung existiert nicht. Vielmehr gelten die Stimmrechtsmitteilungspflichten der Transparenz-Richtlinie auch weiterhin für Personen oder Unternehmen im Vereinigten Königreich, die mitteilungspflichtige Instrumente in Bezug auf deutsche börsennotierte Emittenten halten, weil diese Vorschriften unabhängig von der geographischen Ansässigkeit der jeweiligen Person bzw. des jeweiligen Unternehmens Anwendung finden.

Umgekehrt entfällt mit dem Brexit die Geltung der Marktmissbrauchs-Verordnung (MAR)⁵¹ für das Vereinigte Königreich. Bei Investitionen in an britischen Börsen notierten Finanzinstrumenten werden die lokalen Marktmissbrauchsregeln einzuhalten sein.

3. Empfehlungen

Aus Sicht deutscher Emittenten ist es wünschenswert, dass das europäische Stimmrechtsmitteilungsregime auch weiterhin im Vereinigten Königreich Anwendung findet (also deutsche Inhaber von mitteilungspflichtigen Instrumenten in Bezug auf UK-Emittenten auch weiterhin den Stimmrechtsmitteilungspflichten der Transparenz-Richtlinie unterfallen). Allerdings erscheint uns dieser Punkt von nicht allzu großer Bedeutung, denn jedenfalls ist auch post-Brexit sichergestellt, dass die Stimmrechtsmitteilungspflichten von UK-Investoren in Bezug auf deutsche und andere EWR-Emittenten sich auch weiterhin nach der Transparenz-Richtlinie richten.

Sollte das Vereinigte Königreich in Bezug auf Stimmrechtsanteile an UK-Emittenten ein eigenständiges Offenlegungsregime einführen, würde dies deutsche Investoren mit mitteilungspflichtigen Instrumenten in Bezug auf UK-Emittenten betreffen; sie müssten dann die separaten UK-Regeln einhalten. Allerdings schätzen wir daraus resultierende zusätzliche Erfordernisse oder Nachteile als nicht allzu schwerwiegend ein, denn schon jetzt weichen die nationalen EWR-Regime – obwohl sie auf der gleichen Richtlinie beruhen – in zahlreichen Details voneinander ab, so dass deutsche institutionelle Investoren mit den Besonderheiten des UK-Stimmrechtstransparenzregimes schon heute entweder vertraut sind oder UK-Rechtsberater einschalten müssen.

5.1.9 Anwendungsfall: Marktmissbrauch

Marktmissbrauch, Insiderrecht, Marktmanipulation, Ad-hoc Publizität

1. Überblick

Die Marktmissbrauchs-Verordnung wird grundsätzlich auch post-Brexit auf UK-Investoren und UK-Marktteilnehmer anwendbar sein, die mit Wertpapieren handeln, die an einem regulierten Markt oder einem MTF (Multilateral Trading Facility) in Deutschland bzw. in der Europäischen Union gelistet sind. Dies trifft insbesondere auf das Insider-Regime und das Marktmissbrauchs-Regime zu. Der Schutz der Marktintegrität durch diese Regelungen wird durch den Brexit nicht direkt beeinträchtigt.

⁵¹ MAR: Market Abuse Regulation: Verordnung (EU) Nr. 596/2014 vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch und zur [...].

2. Drittstaatenregelungen

Eine explizite Drittstaatenregelung existiert nicht. Die Regelungen der Marktmissbrauchs-Verordnung zur Ad-hoc Publizität und zu Directors' Dealings finden – unabhängig vom Sitz – auf alle Emittenten (also auch auf Drittstaatenemittenten) Anwendung, deren Wertpapiere an einem regulierten Markt im Europäischen Wirtschaftsraum oder einem MTF (zukünftig auch einem OTF (Organised Trading Facility)) mit Zustimmung des Emittenten gelistet worden sind. Daher sieht die Marktmissbrauchs-Verordnung schon jetzt ein Regime für Drittstaatenemittenten vor, welches post-Brexit auch auf Emittenten aus dem Vereinigten Königreich mit solchen „deutschen“ Listings Anwendung finden wird.

3. Empfehlungen

Aus Sicht deutscher Emittenten ist es wünschenswert, dass das europäische Marktmissbrauchs-Regime auch weiterhin im Vereinigten Königreich Anwendung findet. Es ist wahrscheinlich, dass die Marktmissbrauchs-Regeln des Vereinigten Königreichs im Laufe der Zeit von den EWR-Regimen abweichen werden. Eine solche Entwicklung würde für deutsche Investoren und Emittenten mit UK-Listing dazu führen, dass sie zusätzlich zum EWR-Regime auch das UK-Regime einhalten müssen. Allerdings erwarten wir, dass die grundlegende Substanz vergleichbar bleibt. Zu berücksichtigen ist jedoch, dass es beispielsweise im Rahmen der Führung von Insiderlisten gemäß den Vorschriften der Marktmissbrauchs-Verordnung (unter anderem Aufnahme personenbezogener Daten) zukünftig möglicherweise zu Konflikten zwischen britischen und europäischen Datenschutzregeln kommen kann.

Für ein Listing im EU-Markt ist dieser Punkt dagegen für EU-Unternehmen kaum von Bedeutung, denn auch post-Brexit findet das EWR-Marktmissbrauchs-Regime auf den Handel mit Wertpapieren von EWR-Emittenten durch UK-Investoren Anwendung und Emittenten aus dem Vereinigten Königreich, die ein EWR-Listing haben, unterfallen dann weiterhin dem Ad-hoc und Directors' Dealings Regime der Marktmissbrauchs-Verordnung.

Market Sounding

1. Überblick

Die Marktmissbrauchs-Verordnung enthält Regelungen für Market Sounding, das heißt die Ansprache ausgewählter Investoren im Vorfeld von Kapitalmarkttransaktionen, um die Erfolgsaussichten einer Transaktion auszuloten. Compliance mit diesen Regelungen schützt Banken, die Market Sounding durchführen, vor der Verletzung von Insider-Verboten. Die Market Sounding-Regeln sind detailliert und erfordern standardisierte Dokumente, Richtlinien und Praktiken.

2. Drittstaatenregelungen

Spezifische Drittstaatenregelungen in Bezug auf Market Sounding sind in der Marktmissbrauchs-Verordnung nicht enthalten. Vielmehr sind die Market Sounding-Regelungen der Marktmissbrauchs-Verordnung anwendbar, wenn das Market Sounding sich auf einen Emittenten bezieht, dessen Finanzinstrumente an einem regulierten Markt,

einem MTF oder (zukünftig) OTF innerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums gelistet sind. Dies vorausgesetzt, gelten die Market Sounding-Regelungen der Marktmissbrauchs-Verordnung unabhängig davon, in welcher Jurisdiktion oder bei welchen Investoren die Market Sounding-Aktivitäten ausgeführt werden. Häufig werden Market Sounding-Aktivitäten in Bezug auf Transaktionen deutscher Emittenten gerade bei UK-Investoren durchgeführt. In diesem Fall werden auch post-Brexit die Market Sounding-Regelungen der Marktmissbrauchs-Verordnung einzuhalten sein. Allerdings könnte sich post-Brexit zusätzlich ein spezielles UK-Regime für „UK-inbound“ Market Soundings entwickeln, welches möglicherweise von dem Regime der MAR abweicht oder sogar mit diesem nicht kompatibel ist.

3. Empfehlungen

Es ist aus Sicht deutscher Marktteilnehmer wünschenswert, dass einheitliche Market Sounding-Regelungen auch post-Brexit im Europäischen Wirtschaftsraum und dem Vereinigten Königreich Anwendung finden. Market Sounding ist ein fester Bestandteil erfolgreicher Kapitalmarkttransaktionen geworden und deshalb von erheblicher Bedeutung für Emittenten und Emissionsbanken. Für deutsche Emittenten ist es ein wesentlicher Erfolgsfaktor, auch im Vereinigten Königreich Market Soundings durch die Emissionsbanken durchführen lassen zu können. Emissionsbanken müssen standardisierte Richtlinien, Dokumentation und Praktiken entwickeln, um Compliance gewährleisten zu können. Ein abweichendes Regime im Vereinigten Königreich, welches für Market Soundings von deutschen (oder anderen europäischen) Emittenten Anforderungen stellt, die über die Marktmissbrauchs-Verordnung hinausgehen oder nicht mit dieser kompatibel sind, würde die Compliance-Kosten, den damit verbundenen Aufwand und das Risiko eines Verstoßes erhöhen.

5.1.10 Anwendungsfall: Benchmarks

1. Überblick

Die EU-Verordnung über Indizes, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Referenzwert oder zur Messung der Wertentwicklung eines Investmentfonds verwendet werden (Benchmark-Verordnung⁵²), findet ab dem 1. Januar 2018 Anwendung. Die EU-Kommission hat die Benchmark-Verordnung als Konsequenz auf den Libor-Manipulationsskandal im September 2013 vorgeschlagen. Die Verordnung soll dazu dienen, das Funktionieren und die Steuerung des Benchmark-Prozesses zu verbessern und sicherzustellen, dass in der Europäischen Union definierte und verwendete Benchmarks robust, zuverlässig, repräsentativ und zweckmäßig sind und nicht manipuliert werden können.

2. Drittstaatenregelungen

Die Benchmark-Verordnung enthält für Benchmark-Anbieter aus Drittstaaten verschiedene Möglichkeiten, ihre Indizes innerhalb der Europäischen Union anzubieten.

⁵² Verordnung (EU) 2016/1011 vom 8. Juni 2016 über Indizes, die bei Finanzinstrumenten und Finanzkontrakten als Referenzwert oder zur Messung der Wertentwicklung eines Investmentfonds verwendet werden [...].

Damit aus Drittstaaten stammende Benchmarks von beaufsichtigten Unternehmen in der Europäischen Union verwendet werden können, gilt auch nach der Benchmark-Verordnung der Grundsatz, dass seitens der EU-Kommission zunächst eine positive Entscheidung über die Gleichwertigkeit des Systems des Drittstaats getroffen (Äquivalenzentscheidung) und der jeweilige Drittstaaten-Benchmark-Anbieter von der ESMA registriert wurde. Da nicht davon auszugehen ist, dass der Brexit vor der Anwendbarkeit der Benchmark-Verordnung im Januar 2018 vollzogen sein wird, sollte das Vereinigte Königreich bis dahin die Benchmark-Verordnung entsprechend auf nationaler Ebene umgesetzt haben und eine Basis für eine Äquivalenzentscheidung zugunsten des britischen Regulierungsrahmens gegeben sein. Die Entscheidung bezüglich der Äquivalenz liegt allerdings im Ermessen der EU-Kommission und könnte abhängig vom Verlauf der Austrittsverhandlungen zwischen der Europäischen Union und dem Vereinigten Königreich auch politisch beeinflusst werden. Zusätzlich besteht die Gefahr, dass die EU-Kommission eine Äquivalenzentscheidung auch jederzeit kurzfristig widerrufen kann, so dass es fraglich ist, ob dieser Weg eine echte Alternative für einen EU-Pass darstellt (vgl. Ausführungen zu Drittstaatenregelungen in Abschnitt 5.1.2). Die Benchmark-Verordnung sieht allerdings für den Zeitraum bis zu einer Äquivalenzentscheidung seitens der EU-Kommission auch temporäre Mechanismen (nämlich Anerkennung und Übernahme) vor, um Beeinträchtigungen durch eine mögliche abrupte Einstellung der Verwendung von aus einem Drittstaat stammenden Benchmarks in der Europäischen Union zu verhindern.

Das Anerkennungsverfahren gestattet es Benchmark-Anbietern aus Drittstaaten, ihre Indizes innerhalb der Europäischen Union anzubieten, wenn sie gegenüber der zuständigen Behörde des Referenzmitgliedstaats nachweist, dass seine Indizes die IOSCO-Grundsätze als globaler Standard für die Bereitstellung von Benchmarks erfüllen und diese mit der Einhaltung der verschiedenen Anforderungen nach dieser Verordnung gleichwertig sind. Durch die Benchmark-Verordnung wird auch ein Übernahmemechanismus eingeführt, der es in der Europäischen Union niedergelassenen Benchmark-Anbietern gestattet, Benchmarks zu übernehmen, die aus einem Drittstaat stammen, damit sie in der Europäischen Union verwendet werden. Hierfür prüft die zuständige Behörde, ob durch die Bereitstellung der zu übernehmenden Benchmarks die Einhaltung der IOSCO-Grundsätze mit denen der Einhaltung dieser Verordnung gleichwertig ist.

Auswirkungen des Brexit ergeben sich beispielsweise für Libor-Quotierungen, die zukünftig Drittstaaten-Benchmarks darstellen, so dass ihre Verwendbarkeit innerhalb der Europäischen Union davon abhängt, dass die ESMA Äquivalenz bestätigt (vgl. Artikel 3 Absatz 1 Ziffer 24 Benchmark-Verordnung).

3. Empfehlungen

Um auch in Zukunft die Verwendung von UK-Benchmarks sicherzustellen, empfehlen wir eine konsequente Umsetzung des Drittstaaten-Regimes der Benchmark-Verordnung unter der Voraussetzung, dass das Vereinigte Königreich auch weiterhin einen den europäischen Vorgaben äquivalenten Aufsichts- und Rechtsrahmen sicherstellt.

5.1.11 Anwendungsfall: Versicherungsdienstleistungen

1. Überblick

Die Solvabilität-II-Richtlinie gibt den Niederlassungen von EU-Versicherungsunternehmen die Möglichkeit zur Heimatlandzulassung und der Herkunftslandkontrolle – sowohl für Direkt- als auch Rückversicherungen.

Das Vereinigte Königreich hatte erheblichen Einfluss auf die Entwicklung der Solvabilität-II-Richtlinie und der CRD IV, so dass davon ausgegangen werden kann, dass das zukünftige Aufsichtsregime für Versicherungen grundsätzlich dem EU-Standard entsprechen dürfte.

2. Drittstaatenregelungen

Mit dem Brexit verlieren Niederlassungen von EU-Versicherern das Privileg der Anerkennung der Heimatlandzulassung und der Herkunftslandkontrolle. Vielmehr bedürfen sie dann der lokalen Zulassung und unterliegen vollumfänglich der britischen Aufsicht. Dies umfasst gegebenenfalls auch die Erfüllung lokaler Kapitalanforderungen.

Britische Tochtergesellschaften europäischer Versicherer bleiben auch nach dem Brexit in die Gruppenaufsicht einbezogen. Umgekehrt setzt die Anerkennung der britischen Aufsicht als Gruppenaufseher über die deutsche Tochtergesellschaft einer Versicherungsgruppe mit Sitz im Vereinigten Königreich voraus, dass die EU-Kommission bzw. gegebenenfalls die BaFin (vgl. § 288 VAG) die Gleichwertigkeit der Aufsichtsregime anerkennen. Daneben unterliegen britische Tochtergesellschaften dem zukünftigen UK-Aufsichtsrecht.

UK-Rückversicherer behalten unter der Voraussetzung, dass die Äquivalenz des zukünftigen UK-Solvabilitätssystems für Rückversicherungen durch die EU-Kommission als mit EU-Standards äquivalent anerkannt wird, unverändert erleichterten Zugang zum EU-Markt. Das Lizenzerfordernis für grenzüberschreitendes Geschäft entfällt in diesem Fall gemäß Artikel 172 Solvabilität-II-Richtlinie, § 67 Absatz 1 Satz 2 VAG (vgl. auch Abschnitt 5.1.3 über Finanz-, Bank- und Wertpapierdienstleistungen).

3. Empfehlungen

Eine Ausweitung des Anwendungsbereichs der Solvabilität-II-Richtlinie auch auf Direktversicherungen ist zu empfehlen, um nicht nur einen beschränkten Teil des Privat- und Firmenkundengeschäfts abdecken zu können. Zudem sollte das bestehende Drittstaaten-Regime für Rückversicherungen auch konsequent umgesetzt werden.

5.2 AUFSICHT

5.2.1 Problematik

Die Transparenz-Richtlinie, die Prospekttrichtlinie und die Marktmissbrauchs-Verordnung sehen eine enge Zusammenarbeit der verschiedenen EU-Regulatoren und Aufsichtsbehörden vor. Mit dem Brexit gelten diese Richtlinien sowie andere jedoch nicht mehr im Vereinigten Königreich. Eine Zusammenarbeit ist deshalb nicht mehr obligatorisch, sondern liegt im Ermessen der verschiedenen Aufsichtsbehörden.

Zudem wird das Vereinigte Königreich nicht länger Teil der ESAs bzw. des EU-Supervisory College sein. Dies führt auch zu der Frage, wohin der Sitz der EBA verlagert wird. Frankfurt wäre hier eine schlüssige Wahl, da damit eine geographische Nähe zur EZB sowie der EIOPA gegeben wäre. Jedoch haben sich auch andere EU-Mitgliedsstaaten bereits in Stellung gebracht. Bereits 2010 sprach sich unter anderem Sylvie Goulard als Berichterstatterin des Europäischen Parlaments für den gemeinsamen Standort Frankfurt am Main für alle europäischen Finanzaufsichtsbehörden aus.⁵³

5.2.2 Empfehlungen

Eine enge Zusammenarbeit der nationalen Aufsichtsbehörden wie der BaFin sowie der ESAs mit der britischen Aufsicht ist nach dem Brexit von großer Bedeutung. Nur auf diese Weise kann sichergestellt werden, dass sinnvolle Lösungen für EU-Unternehmen und Investoren gefunden bzw. entwickelt werden. Es sollte eine Kernforderung Deutschlands und der Europäischen Union sein, solch eine enge Zusammenarbeit zu etablieren.

Die BaFin könnte zum Beispiel ein Memorandum of Understanding mit der UK-Aufsicht vereinbaren (wie sie es bereits mit anderen Aufsichtsbehörden in Drittstaaten vereinbart hat). Dies ist der BaFin jedoch nur möglich, wenn bereits auf EU-Ebene die Weichen entsprechend gestellt werden. Eine solche Zusammenarbeit ist darüber hinaus eine Grundvoraussetzung für die Anwendbarkeit der Drittstaatenregelungen.

Damit eine solche Zusammenarbeit möglich ist, müssen die Aufsichtsstandards möglichst äquivalent sein (kein negativer Wettbewerb der Aufsichtsrechte), es darf keine Diskriminierung „ausländischer“ Unternehmen stattfinden und es muss eine weitest gehende Annäherung der Systeme angestrebt werden, um die gegenseitige Anerkennung zu erleichtern.

⁵³ Vgl. Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments, Entwurf eines Berichtes vom 10.02.2010 über den Vorschlag für eine Verordnung über die gemeinschaftliche Finanzaufsicht, 2009/0140 (COD).

6 GESELLSCHAFTSRECHT

Im Gesellschaftsrecht ist auf der Grundlage der Niederlassungsfreiheit als eine der vier EU-Grundfreiheiten sowie durch vereinheitlichende EU-Rechtsakte mittlerweile ein relativ hohes Maß an Rechtsvereinheitlichung und Flexibilität im grenzüberschreitenden Rechtsverkehr erzielt worden. Im Falle eines Brexit drohen diese Errungenschaften im Verhältnis zum Vereinigten Königreich verloren zu gehen.⁵⁴

6.1 ANERKENNUNG VON IM VEREINIGTEN KÖNIGREICH GEGRÜNDETEN GESELLSCHAFTEN

6.1.1 Problematik

Für den Fall des Brexit ohne Beteiligung des Vereinigten Königreichs am Europäischen Wirtschaftsraum und ohne besondere Übergangsregelung entfällt die unionsrechtliche Niederlassungsfreiheit im Verhältnis zum Vereinigten Königreich. Nach der in Deutschland geltenden „Sitztheorie“ wäre in diesem Fall auf Gesellschaften, die zwar eine britische Rechtsform haben, deren hauptsächliche geschäftliche Aktivitäten und Verwaltungssitz jedoch in Deutschland liegen, deutsches Recht anwendbar. Somit wären diese Gesellschaften mangels Anerkennung der britischen Rechtsform als Gesellschaft bürgerlichen Rechts (GbR) bzw. offene Handelsgesellschaft (OHG)⁵⁵ zu behandeln.



Die Folge wäre unter anderem eine unbeschränkte Außenhaftung der Gesellschafter, selbst für Altverbindlichkeiten. Steuerlich könnte sowohl eine Besteuerung des Formwechsels als solches als auch eine Änderung der laufenden Besteuerung notwendig sein.

Das vorstehend beschriebene Szenario betrifft solche Gesellschaften, deren wirtschaftliche Aktivitäten hauptsächlich in Deutschland liegen und die somit de facto deutsche Unternehmen sind, auch wenn sie sich hierfür des Rechtskleides einer britischen Gesellschaftsform bedienen. Betroffen von diesem Szenario sind nicht nur diese Gesellschaften und deren – zumeist deutsche – Gesellschafter, sondern auch diejenigen deutschen Unternehmen, die mit solchen Gesellschaften innerhalb eines Konzerns verbunden sind oder die Geschäftsbeziehungen zu solchen Gesellschaften unterhalten.

⁵⁴ Der Brexit bietet jedoch gleichzeitig eine gute Gelegenheit, das internationale Gesellschaftsrecht in Deutschland neu zu regeln. Das wäre vor allem im Hinblick auf die Personenhandelsgesellschaften, bei denen die Rechtslage derzeit vollständig unklar ist, generell und unabhängig vom Brexit sehr zu begrüßen. Dieses Thema wird im Folgenden jedoch nicht weiter behandelt.

⁵⁵ Die britische Gesellschaft wird eine OHG, wenn die Voraussetzungen gemäß § 105 HGB i.V.m. §§ 1 und 2 HGB erfüllt sind. Ansonsten wird sie eine GbR.

6.1.2 Details und Beispiele aus der Unternehmenspraxis

Auch nach der Reform des deutschen GmbH-Rechts durch das sogenannte MoMiG⁵⁶ aus dem Jahre 2008 erfreut sich die Rechtsform der britischen Limited in Deutschland weiterhin einer großen Beliebtheit als Gesellschaftsform für in Deutschland tätige Unternehmen.



Anfang 2016 waren in deutschen Handelsregistern knapp 9.000 Gesellschaften in der Rechtsform einer Limited und rund 2.800 Gesellschaften in der Rechtsform einer Limited & Co. KG erfasst.⁵⁷

Bei vielen dieser Gesellschaften ist davon auszugehen, dass diese ihren tatsächlichen Verwaltungssitz und den Schwerpunkt ihrer geschäftlichen Tätigkeiten in Deutschland haben. Diese hohe Zahl von Limiteds und Limited & Co. KGs in Deutschland zeigt, dass im Wirtschaftsverkehr offenbar weiterhin ein Bedürfnis für diese flexible Rechtsform besteht. Dies gilt nicht nur für schwach kapitalisierte Kleinunternehmen, welche die Gründungskosten einer GmbH vermeiden wollen. Es gibt auch renommierte größere Unternehmen, die sich einer britischen Rechtsform bedienen, obwohl der faktische Sitz und Schwerpunkt ihrer geschäftlichen Aktivitäten nicht im Vereinigten Königreich, sondern in Deutschland liegen.

Im deutschen Recht stellt sich die Frage der rechtlichen Behandlung einer Gesellschaft im Inland vor dem Hintergrund, dass der Bundesgerichtshof (BGH) die sogenannte „Sitztheorie“ vertritt, während der EuGH die sogenannte „Gründungstheorie“ vertritt:

- *Sitztheorie:* Nach der Sitztheorie wird davon ausgegangen, dass sich die Frage, welche Rechtsform eine Gesellschaft hat, nach dem Recht des Staates bestimmt, in dem die Gesellschaft ihren tatsächlichen Verwaltungssitz hat. Verlegt also zum Beispiel eine britische Limited (die wirksam in England gegründet wurde) ihren tatsächlichen Verwaltungssitz nach Deutschland, so bestimmt sich ihre Rechtsform aufgrund der Sitzverlegung vor deutschen Gerichten nach deutschem Gesellschaftsrecht. Ohne die Einwirkung des Europarechts (Niederlassungsfreiheit) – wie nach dem Wirksamwerden des Brexit – würde diese Gesellschaft aufgrund mangelnder Einhaltung der Gründungsvorschriften einer deutschen GmbH in Deutschland wie eine Personengesellschaft (das heißt mit persönlicher Haftung der Gesellschafter) behandelt.
- *Gründungstheorie:* Nach der Gründungstheorie richtet sich die Rechtsform einer Gesellschaft hingegen nach dem Recht des Staates, in dem die Gesellschaft unter Beachtung der dort geltenden Vorschriften rechtswirksam gegründet wurde. Die Verlegung des tatsächlichen Verwaltungssitzes über die Grenze hat nicht zur Folge, dass die einmal erlangte Rechtsfähigkeit durch die Sitzverlegung verloren geht. Verlegt zum Beispiel eine britische Limited (die wirksam im Vereinigten Königreich gegründet wurde) ihren tatsächlichen Verwaltungssitz nach Deutschland, bestimmt sich ihre Rechtsform und Rechtsfähigkeit aus der Perspektive britischen Gesellschaftsrechts vor und nach dem Brexit nach dem Recht des Gründungsstaates, das heißt nach britischem Recht.

⁵⁶ MoMiG: Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen vom 23. Oktober 2008.

⁵⁷ Vgl. Kornblum, GmbHR 2016, Seite 692.

Nach der EuGH-Rechtsprechung hat der Zuzugsstaat die Rechtsfähigkeit der zugezogenen Gesellschaft anzuerkennen.⁵⁸ Dies begründet der EuGH mit der Wahrung der in Artikel 49, 55 AEUV verankerten Niederlassungsfreiheit. Damit findet die Gründungstheorie unionsweit Anwendung und verdrängt somit in Deutschland die Sitztheorie. Das bedeutet, dass eine nach Deutschland zugezogene britische Limited als solche in Deutschland anerkannt wird, solange das Vereinigte Königreich noch Mitglied der Europäischen Union ist.

Mit dem Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union würden die betroffenen britischen Gesellschaften, die ihren Hauptsitz in Deutschland haben, nicht mehr dem Anwendungsbereich der Gründungstheorie unterliegen. Der BGH hat bereits 2008 im Verhältnis zwischen Deutschland und der Schweiz entschieden, dass die Rechtsfähigkeit von Gesellschaften, die in einem Drittstaat gegründet worden sind, der weder der Europäischen Union angehört noch aufgrund von Verträgen hinsichtlich der Niederlassung gleichgestellt ist (wie zum Beispiel der Europäische Wirtschaftsraum), nach der Sitztheorie zu beurteilen ist.⁵⁹ Überträgt man die Rechtsprechung des BGH auf das Brexit-Szenario, so bedeutet diese, dass britische Gesellschaften nach dem Recht des Staates zu behandeln wären, in dem sich ihr tatsächlicher Verwaltungssitz befindet, so dass eine britische Limited als deutsche GbR oder OHG zu behandeln wäre. Dies würde zur persönlichen Haftung der Gesellschafter der Limited führen, die durch Gründung einer Limited eigentlich vermieden werden sollte. Eine vergleichbare Rechtslage bestünde für britische Gesellschaften auch in anderen europäischen Mitgliedsstaaten, wie beispielsweise in Frankreich, Luxemburg, Österreich und Spanien, die ebenfalls der Sitztheorie in den Fällen folgen, in denen die zugezogene Gesellschaft in einem Staat außerhalb der Europäischen Union bzw. des Europäischen Wirtschaftsraums gegründet worden ist.



Im Falle der Einmann-Limited, also einer Limited, welche nur einen Gesellschafter hat, wäre das Ergebnis wohl darüber hinaus der – häufig grenzüberschreitende – rechtliche Übergang der Vermögensgegenstände und Verbindlichkeiten der sich mit dem Brexit auflösenden Gesellschaft im Wege der sogenannten „Anwachsung“ auf den Alleingesellschafter.

Zu diesen oft ungewollten Ergebnissen kommt hinzu, dass sich die rechtliche Situation aus Sicht des britischen Rechts im Zweifel ganz anders darstellt. Dort würde aufgrund der Gründungstheorie die Einmann-Limited weiterhin als wirksam fortbestehend anerkannt, so dass aus Sicht des britischen Rechts gar nichts passiert, sondern die Vermögensgegenstände weiterhin der Limited (und nicht ihrem Alleingesellschafter) zugeordnet bleiben. Die Konsequenzen sind folglich sich widersprechende Rechtszuordnungen von Eigentum und Haftung bei den betroffenen Vermögensgegenständen und Verbindlichkeiten.

6.1.3 Empfehlungen

Es wird empfohlen, im Rahmen des Austrittsabkommens mit dem Vereinigten Königreich die Fortgeltung der Gründungstheorie (das heißt der Anerkennung von im Gründungsstaat wirksam errichteten Gesellschaften) zu vereinbaren. Hierfür könnte man sich am Beispiel des „Freundschafts-, Handels- und Schifffahrtsvertrages“ zwischen der Bundesrepublik Deutschland und den Vereinigten Staaten von Amerika von 1954 orientieren. Darin wurde vereinbart, dass Gesellschaften, die gemäß den Gesetzen und sonstigen Vorschriften des

⁵⁸ Vgl. v.a. EuGH Slg. 1999, I-1459 „Centros“ und Slg. 2002, 9919 „Überseering“.

⁵⁹ Vgl. BGH-Urteil vom 27. Oktober 2008 – II ZR 158/06 „Trabrennbahn“.

einen Vertragsteils in dessen Gebiet errichtet werden, als Gesellschaften dieses Vertragsteils gelten; ihr rechtlicher Status wird also in dem Gebiet des anderen Vertragsteils anerkannt.⁶⁰ Zumindest sollte man eine solche Regelung im Sinne eines „Grandfathering“ vorsehen, das heißt eines Bestandsschutzes für zum Zeitpunkt des Austritts des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union bereits bestehende Gesellschaften.

Ergänzend ist zu erwägen, die Anerkennung der britischen Gesellschaft innerhalb der Europäischen Union davon abhängig zu machen, dass das Vereinigte Königreich sich in seinem nationalen Gesellschaftsrecht im Sinne eines Äquivalenz-Prinzips weiterhin an den Vorgaben der rechtsvereinheitlichenden Akte der Europäischen Union im Gesellschaftsrecht orientiert. Auf diese Weise könnte gegebenenfalls ein Anreiz für das Vereinigte Königreich begründet werden, den erreichten Stand der Rechtsvereinheitlichung zu wahren und kein „Race to the Bottom“ hinsichtlich der gesellschaftsrechtlichen Anforderungen an den Schutz von Gläubigern und Minderheitsgesellschaftern auszulösen. Folgt man einer solchen Vorgehensweise, müsste im Zweifel dem EuGH die abschließende Entscheidungskompetenz darüber eingeräumt werden, ob die Anforderungen eines solchen Äquivalenz-Prinzips seitens des Vereinigten Königreichs eingehalten werden.

6.2 GRENZÜBERSCHREITENDE VERSCHMELZUNG

6.2.1 Problematik

Der EU-Gesetzgeber hat mit der Verschmelzungsrichtlinie⁶¹ die Möglichkeit einer grenzüberschreitenden Verschmelzung von Kapitalgesellschaften eröffnet. Die Verschmelzungsrichtlinie und ihre Umsetzung im deutschen Umwandlungsgesetz (UmwG) setzen dabei voraus, dass die betroffenen Gesellschaften in der Europäischen Union/dem Europäischen Wirtschaftsraum belegen sind. Im Fall des Brexit würde diese Möglichkeit einer vereinfachten grenzüberschreitenden Zusammenlegung von Unternehmen im Verhältnis zum Vereinigten Königreich entfallen, sofern keine abweichenden Regelungen im Rahmen der Austrittsverhandlungen getroffen werden.

6.2.2 Details und Beispiele aus der Unternehmenspraxis

Umgesetzt wurde die Verschmelzungsrichtlinie vom deutschen Gesetzgeber in den §§ 122a – 122l des UmwG. Die Mitbestimmung der Arbeitnehmer richtet sich in Deutschland nach dem Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer bei einer grenzüberschreitenden Verschmelzung (MgVG). Im Vereinigten Königreich erfolgte die Umsetzung der Richtlinie und der mitbestimmungsrechtlichen Regelungen durch die Cross-Border Merger Regulations.⁶² Diese Bestimmungen erlauben die grenzüberschreitende Verschmelzung von Kapitalgesellschaften innerhalb der Europäischen Union im Wege eines (zumindest weitgehend) vereinheitlichten Verfahrens. Hierdurch wurde ein Verfahren geschaffen, das die Zusammenlegung von Unternehmen und die Straffung von Konzernorganisationen deutlich vereinfacht.

⁶⁰ Vgl. Artikel XXV Absatz 5 des Freundschafts-, Handels- und Schifffahrtsvertrages 1954.

⁶¹ Richtlinie 2005/56/EG vom 26. Oktober 2005 über die Verschmelzung von Kapitalgesellschaften aus verschiedenen Mitgliedsstaaten.

⁶² The Companies (Cross-Border Mergers) Regulations von 2007.

Grenzüberschreitende Verschmelzungen spielen im grenzüberschreitenden Rechtsverkehr mit dem Vereinigten Königreich durchaus eine gewichtige Rolle. Eine anlässlich dieses Positionspapiers durchgeführte Auswertung der Einträge im britischen „Companies House“⁶³ und des Publikationsorgans „The Gazette“⁶⁴ ergab, dass allein im Jahr 2016 insgesamt 39 grenzüberschreitende Verschmelzungen unter Beteiligung von britischen Gesellschaften als übertragende oder aufnehmende Unternehmen stattfanden; hiervon betrafen 16 Fälle grenzüberschreitende Verschmelzungen mit deutschen Gesellschaften und zwar vorrangig als Verschmelzung aus dem Vereinigten Königreich heraus auf deutsche Gesellschaften (13 Fälle). Hieraus ergibt sich, dass auch aus Sicht von in Deutschland tätigen Unternehmen offenbar ein praktisches Bedürfnis für die Aufrechterhaltung dieser EU-weit vereinheitlichten Form der grenzüberschreitenden Umstrukturierung im Verhältnis zum Vereinigten Königreich besteht.

Darüber hinaus könnte das Rechtsinstrument der grenzüberschreitenden Verschmelzung regulierten Unternehmen aus der Finanzbranche mit Gesellschaftssitz im Vereinigten Königreich und mit Niederlassungen in den übrigen EU-Mitgliedsstaaten helfen, auf einen etwaigen Fortfall des EU-Passes in Folge des Brexit zu reagieren, denn hiermit könnten diese Unternehmen ihre geschäftlichen Aktivitäten in den übrigen EU-Mitgliedsstaaten von einem britischen Rechtsträger im Wege der Gesamtrechtsnachfolge auf einen neuen Rechtsträger mit Sitz in einem der übrigen EU-Mitgliedsstaaten übertragen. Daher stellt das Rechtsinstrument der grenzüberschreitenden Verschmelzung einen wichtigen Baustein in der Notfallplanung regulierter Unternehmen der Finanzbranche dar, um auf den Fortfall des EU-Passes zu reagieren. Hierbei ist jedoch der zeitliche Aspekt einer solchen langwierigen, grenzübergreifenden Verschmelzung zu beachten. Soweit hierdurch der Zuzug von Finanzunternehmen aus dem Vereinigten Königreich nach Deutschland erleichtert würde, wäre die Aufrechterhaltung dieses rechtlichen Gestaltungsinstruments auch im Interesse des Finanzplatzes Deutschland.

Es ist jedoch klarstellend darauf hinzuweisen, dass es vor einer Verlagerung von Bankgeschäft nach Kontinentaleuropa im Wege der grenzüberschreitenden Verschmelzung in der Regel erforderlich sein dürfte, zunächst das derzeit in einem britischen Rechtsträger gebündelte Bankgeschäft auf zwei britische Rechtsträger aufzuteilen, nämlich auf einen für das britische Bankgeschäft und einen für das kontinentaleuropäische Bankgeschäft. Für eine solche Aufteilung steht das britische Rechtsinstrument des sogenannten „Part VII Transfers“ zur Verfügung, sofern das relevante Bankgeschäft auch Einlagengeschäft beinhaltet. Erst nach Separierung des Bankgeschäfts auf zwei Rechtsträger würde sodann der Rechtsträger mit dem kontinentaleuropäischen Bankgeschäft auf einen neuen Rechtsträger mit Sitz in der Europäischen Union verschmolzen.

6.2.3 Empfehlungen

Um einen Wegfall der Regelungen zur grenzüberschreitenden Verschmelzung als Folge des Brexit im Verhältnis zum Vereinigten Königreich zu vermeiden, kann die Europäische Union mit dem Vereinigten Königreich vereinbaren, dass die Fortgeltung dieses Rechtsinstruments auch nach dem Brexit gewährleistet wird, um das einmal erreichte Niveau der Rechtsvereinheitlichung nicht wieder in Frage zu stellen. Eine derartige Vereinbarung müsste jedoch von der Europäischen Union und allen Mitgliedsstaaten getroffen werden, weil sie die Anpassungen aller nationalen Umwandlungsgesetze erfordern würde.

⁶³ Vgl. Companies House, unter <https://www.gov.uk/government/organisations/companies-house>.

⁶⁴ Vgl. The Gazette, unter <https://www.thegazette.co.uk/>.

Alternativ sollte zumindest eine angemessene Übergangsfrist für die Fortgeltung der Regelungen zur grenzüberschreitenden Verschmelzung im Verhältnis zum Vereinigten Königreich vorgesehen werden. Damit würde es regulierten Unternehmen der Finanzbranche erleichtert, sich auf das neue rechtliche Umfeld nach Wegfall des EU-Passes einzustellen. Um die Einheitlichkeit der Rechtsanwendung bei dem Rechtsinstrument der grenzüberschreitenden Verschmelzung im Verhältnis zum Vereinigten Königreich zu gewährleisten, müsste sich das Vereinigte Königreich zumindest für die Dauer der Übergangsfrist weiterhin der Rechtsprechung des EuGH unterwerfen. Aus den bisherigen Meinungsäußerungen der britischen Regierung ist allerdings ersichtlich, dass die Beendigung der Zuständigkeit des EuGH eines der zentralen Ziele des Brexit darstellt, so dass dieser Punkt vermutlich besonderen Diskussionsbedarf auslösen wird.

6.3 EUROPÄISCHE AKTIENGESELLSCHAFT (SE)

6.3.1 Problematik

Der EU-Gesetzgeber hat durch die SE-Verordnung⁶⁵ die (weitgehend) vereinheitlichte Rechtsform der Europäischen Aktiengesellschaft (Societas Europaea, SE) geschaffen, die sich einer stetig wachsenden Beliebtheit erfreut. Mit dem Brexit würde die Rechtsgrundlage für diese Rechtsform im Vereinigten Königreich entfallen, so dass sie dort nicht mehr länger genutzt werden könnte, sofern im Rahmen der Austrittsvereinbarung keine abweichenden Vereinbarungen getroffen werden. Dementsprechend würde auch die Möglichkeit einer vereinfachten grenzüberschreitenden Sitzverlegung entfallen, die in der SE-Verordnung für Europäische Aktiengesellschaften vorgesehen ist.

6.3.2 Details und Beispiele aus der Unternehmenspraxis

In Deutschland erfolgte die Umsetzung der aktienrechtlichen Details, die über den von der SE-Verordnung geschaffenen einheitlichen Rechtsrahmen hinausgehen, durch das SEAG.⁶⁶ Die Umsetzung der Vorgaben der Richtlinie zur Arbeitnehmermitbestimmung⁶⁷ erfolgte in Deutschland durch das SEBG.⁶⁸ Im Vereinigten Königreich wurden die ergänzenden gesellschaftsrechtlichen Themen und die Arbeitnehmermitbestimmung gemeinsam in den SE Regulations⁶⁹ geregelt.

Nach anfangs verhaltener Akzeptanz dieser neuen Rechtsform erfreut sich die SE mittlerweile einer großen Beliebtheit. So existieren innerhalb der Europäischen Union derzeit etwa 2.670 Europäische Aktiengesellschaften, davon 412 in Deutschland und 46 im Vereinigten Königreich.⁷⁰

⁶⁵ Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE).

⁶⁶ SEAG: SE Ausführungsgesetz: Gesetz zur Ausführung der Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE).

⁶⁷ Richtlinie 2001/86/EG vom 8. Oktober 2001 zur Ergänzung des Statuts der Europäischen Gesellschaft hinsichtlich der Beteiligung der Arbeitnehmer.

⁶⁸ SEBG: SE Beteiligungsgesetz: Gesetz über die Beteiligung der Arbeitnehmer in einer Europäischen Gesellschaft.

⁶⁹ The European Public Limited-Liability Company Regulations von 2004.

⁷⁰ Vgl. European Company (SE) Database (ECDB) des European Trade Union Institute.

Der Vorzug der SE besteht einerseits darin, dass sie eine weitgehend vereinheitlichte Rechtsform für börsennotierte und nicht börsennotierte Kapitalgesellschaften mit einer „europäischen Identität“ schafft. Sie bietet sich daher als (gegebenenfalls börsennotierte) Konzernobergesellschaft sowie als Konzerntochtergesellschaft innerhalb grenzüberschreitender Konzerne an. Namhafte deutsche Konzernobergesellschaften in der Rechtsform einer europäischen Aktiengesellschaft sind zum Beispiel die Allianz SE, ARAG SE, Axel Springer SE, BASF SE, Bilfinger SE, E.ON SE, Fresenius SE & Co. KGaA, ProSiebenSat.1 Media SE, PUMA SE, SAP SE, Sixt SE und Zalando SE. Im Vereinigten Königreich wurde bzw. wird die Rechtsform der Europäischen Aktiengesellschaft hingegen zuweilen für die Bündelung der europäischen Aktivitäten außereuropäischer Konzerne verwendet, wie am Beispiel der Chub Insurance Company of Europe SE, der Olympus Europa Holding SE und der PAYPAL SE ersichtlich wird.

Zum anderen ermöglicht die SE-Verordnung eine identitätswahrende grenzüberschreitende Verlegung des Sitzes der SE von einem EU-Mitgliedsstaat in einen anderen, ohne dass es dabei zu einem Erlöschen des bisherigen Rechtsträgers kommt bzw. eine Neugründung erforderlich wäre.

Das Rechtsinstrument einer grenzüberschreitenden Sitzverlegung könnte regulierten Unternehmen aus der Finanzbranche mit Gesellschaftssitz im Vereinigten Königreich und mit Niederlassungen in den übrigen Mitgliedsstaaten der Europäischen Union helfen, auf einen etwaigen Fortfall des EU-Passes in Folge des Brexit zu reagieren. Mithilfe dieses Instruments könnten regulierte Unternehmen ihre geschäftlichen Aktivitäten, die sie derzeit aus dem Vereinigten Königreich heraus in den übrigen EU-Mitgliedsstaaten betreiben, in einer britischen SE bündeln und diese sodann im Wege der Sitzverlegung gesellschaftsrechtlich in einen der übrigen EU-Mitgliedsstaaten verlagern. Daher stellen die Rechtsform der SE und die bei ihr mögliche grenzüberschreitende Sitzverlegung einen wichtigen Baustein in der Notfallplanung regulierter Unternehmen der Finanzbranche dar, um auf den Fortfall des EU-Passes reagieren zu können. Soweit hierdurch der Zuzug von Finanzunternehmen aus dem Vereinigten Königreich nach Deutschland erleichtert würde, wäre die Aufrechterhaltung dieses rechtlichen Gestaltungsinstruments auch im Interesse des Finanzplatzes Deutschland.

6.3.3 Empfehlungen

Um einen Wegfall der Regelungen zur SE und des grenzüberschreitenden Sitzwechsels als Folge des Brexit im Verhältnis zum Vereinigten Königreich zu vermeiden, kann die Europäische Union mit dem Vereinigten Königreich vereinbaren, dass die Fortgeltung dieser Rechtsinstrumente auch nach dem Brexit gewährleistet wird, um das einmal erreichte Niveau der Rechtsvereinheitlichung nicht wieder in Frage zu stellen.

Alternativ sollte zumindest eine angemessene Übergangsfrist für die Fortgeltung der Regelungen zur SE und des grenzüberschreitenden Sitzwechsels im Verhältnis zum Vereinigten Königreich vorgesehen werden. Damit würde es regulierten Unternehmen der Finanzbranche erleichtert, sich auf das neue rechtliche Umfeld nach Wegfall des europäischen Passes einzustellen.

Um die Einheitlichkeit der Rechtsanwendung bei den Regelungen zur SE und ihres grenzüberschreitenden Sitzwechsels im Verhältnis zum Vereinigten Königreich zu gewährleisten, müsste sich das Vereinigte Königreich zumindest für die Dauer der Übergangsfrist weiterhin

der Rechtsprechung des EuGH unterwerfen. Aus den bisherigen Meinungsäußerungen der britischen Regierung ist allerdings ersichtlich, dass die Beendigung der Zuständigkeit des EuGH eines der zentralen Ziele des Brexit darstellt, so dass dieser Punkt vermutlich besonderen Diskussionsbedarf auslösen wird.

6.4 BETRIEBLICHE MITBESTIMMUNG BEI DER SE

6.4.1 Problematik

Mit dem Brexit stellt sich für deutsche SEs mit Arbeitnehmern bzw. Tochtergesellschaften im Vereinigten Königreich die Frage, wie sich dieser auf die betriebliche Mitbestimmung der britischen Arbeitnehmer auswirkt, das heißt konkret auf die Fortdauer der Mitgliedschaft britischer Mitglieder im SE-Betriebsrat.

6.4.2 Details und Beispiele aus der Unternehmenspraxis

In Deutschland erfolgte die Umsetzung der Vorgaben der Richtlinie zur Arbeitnehmermitbestimmung durch das SEBG. Dieses sieht vor, dass im Rahmen der Gründung einer SE Verhandlungen zwischen der Leitung der an der SE-Gründung beteiligten Gesellschaft(en) und einem besonderen Verhandlungsgremium der europäischen Arbeitnehmer über die Beteiligung der Arbeitnehmer in der SE zu führen sind. Kommt es nicht zu einer Verhandlungslösung, gelten in der Regel die Regelungen in den §§ 22 bis 38 SEBG über den SE-Betriebsrat und die unternehmerische Mitbestimmung im Aufsichts- oder Verwaltungsorgan der SE.

In den Bestimmungen über den SE-Betriebsrat kraft Gesetzes (§§ 22 bis 33 SEBG) findet sich keine Regelung darüber, wie sich der Austritt eines Mitgliedsstaates aus der Europäischen Union auf die Mitgliedschaft von Arbeitnehmern aus dem betreffenden Mitgliedsstaat im Betriebsrat einer deutschen SE auswirkt. Es ist davon auszugehen, dass auch SE-Beteiligungsvereinbarungen in aller Regel keine derartigen Regelungen enthalten.

6.4.3 Empfehlungen

Zur Vermeidung von Rechtsunklarheit für die betroffenen SEs und ihre Betriebsräte empfiehlt es sich, dass die Europäische Union mit dem Vereinigten Königreich vereinbart, dass britische Mitglieder von SE-Betriebsräten deutscher bzw. europäischer SEs ihre Ämter bis zum Ende der regulären Amtszeit behalten, vorbehaltlich abweichender Regelungen in der betreffenden SE-Beteiligungsvereinbarung.

6.5 FUSIONSKONTROLLANMELDUNGEN BEI M&A

6.5.1 Problematik

Die EU-Fusionskontrollverordnung (FKVO)⁷¹ bestimmt, dass bei einem Zusammenschluss von Unternehmen regelmäßig keine Anmeldung in den einzelnen Mitgliedsstaaten erfolgen muss und kann, sondern nur bei der EU-Kommission (Generaldirektion Wettbewerb), wenn bestimmte Umsatzgrenzen überschritten werden („One-Stop-Shop“). Danach ist die FKVO bei Erreichen folgender alternativ anwendbarer Kombinationen von weltweiten und europaweiten Umsatzschwellen anwendbar:

Alternative 1:

- Weltweiter Gesamtumsatz aller beteiligten Unternehmen ist größer als 5 Milliarden Euro, und
- der gemeinschaftsweite Gesamtumsatz von mindestens zwei Unternehmen liegt jeweils über 250 Millionen Euro.

Alternative 2:

- Der weltweite Gesamtumsatz aller beteiligten Unternehmen ist größer als 2,5 Milliarden Euro,
- der Gesamtumsatz in mindestens drei Mitgliedsstaaten ist jeweils mehr als 100 Millionen Euro, wovon mindestens zwei Unternehmen mindestens 25 Millionen Euro erwirtschaften, und
- der gemeinschaftsweite Gesamtumsatz von mindestens zwei beteiligten Unternehmen liegt jeweils über 100 Millionen Euro.

Dies gilt nicht, wenn die beteiligten Unternehmen jeweils mehr als zwei Drittel ihres gemeinschaftsweiten Gesamtumsatzes in ein und demselben Mitgliedsstaat erzielen.

Eine EINZELNE gemeinschaftsweite Anmeldung eines Zusammenschlusses ist für viele Unternehmen eine Erleichterung, da ansonsten im Extremfall bei jedem einzelnen Mitgliedsstaat eine Anmeldung erfolgen muss und jeder betroffene Mitgliedsstaat eine Entscheidungsbefugnis hat.

Das Vereinigte Königreich ist ein bedeutender Markt für deutsche Unternehmen, die dort hohe Umsätze tätigen. Sollte das Vereinigte Königreich für die Zwecke der Umsatzberechnung aus dem EWR-weiten Gesamtmarkt herausfallen, wären die dort erzielten Umsätze keine Gemeinschaftsumsätze und spielten bei der Berechnung der Schwellenwerte für die FKVO keine Rolle mehr. Daher steht zu befürchten, dass im Fall von Fusionen deutsche Unternehmen weniger häufig als bislang unter das FKVO-Regime fallen werden, da sie die gemeinschaftsweiten Umsatzschwellenwerte und auch die Schwellenumsätze in den ein-

⁷¹ Verordnung (EG) Nr. 139/2004 vom 20. Januar 2004 über die Kontrolle von Unternehmenszusammenschlüssen („EG-Fusionskontrollverordnung“).

zelen EU-Staaten nicht mehr erreichen würden. Dadurch könnten künftig weniger Zusammenschlüsse vom One-Stop-Shop des FKVO-Regimes profitieren.

Zudem würde der Vorrang der europäischen Fusionskontrolle gegenüber der nationalen Fusionskontrolle des Vereinigten Königreiches künftig entfallen, so dass Letztere grundsätzlich zusätzlich zu einer Anmeldung in Brüssel anwendbar wäre. Wichtige Transaktionen mit Auswirkungen auf den UK-Markt würden regelmäßig angemeldet, um Rechtssicherheit zu gewinnen und das Risiko einer späteren Untersagung zu vermeiden, denn (Freigabe-) Entscheidungen der EU-Kommission würden sich dann nicht mehr auf das Vereinigte Königreich beziehen.

6.5.2 Details und Beispiele aus der Unternehmenspraxis

Im Jahr 2015 gab es bei der EU-Kommission 337 Fusionskontrollanmeldungen. Im Jahr 2016 stieg die Zahl auf 362 Anmeldungen.⁷² Die UK-Aufsichtsbehörde hatte zwischen April 2015 bis März 2016 dagegen nur 62 entsprechende Anfragen.⁷³

6.5.3 Empfehlungen

Im Idealfall bleibt das jetzige europaweite FKVO-Regime auch nach einem Austritt des Vereinigten Königreiches bestehen. Da damit aber auch die Anerkennung nicht nur von Entscheidungen der EU-Kommission, sondern auch die Unterwerfung unter die Rechtsprechung der europäischen Gerichte verbunden ist, ist es nicht wahrscheinlich, dass das Vereinigte Königreich dem zustimmt. Die britische Premierministerin Theresa May hat mehrfach klargestellt, dass das Vereinigte Königreich sich nach einem Austritt nicht mehr den Urteilen der europäischen Gerichte unterwerfen wird.

Daher sollte die FKVO insoweit geändert werden, als die Umsatzschwellen (gemeinschaftsweiter Gesamtumsatz) reduziert werden, so dass Einzelanmeldungen bei der EU-Kommission weiterhin realistisch bleiben. Ob dies durchsetzbar ist, hängt davon ab, ob durch das Herausfallen der im Vereinigten Königreich erzielten Umsätze eine substantielle Anzahl von derzeit in Brüssel anmeldepflichtigen Transaktionen künftig national anzumelden wären. Als Alternative könnte eine Empfehlung erwogen werden, die Verweisung an die EU-Kommission auf Antrag der beteiligten Unternehmen nach Artikel 4 Absatz 5 FKVO künftig so auszugestalten, dass die Mitgliedsstaaten kein Vetorecht haben bzw. eine Verweisung an die EU-Kommission nur bei Widerspruch aller/der Mehrheit der zuständigen Mitgliedsstaaten unterbleibt.

⁷² Vgl. Europäischen Kommission, Januar 2017, unter <http://ec.europa.eu/competition/mergers/statistics.pdf>.

⁷³ Vgl. British Competition and Markets Authority Merger, Inquiry Outcome Statistics, unter <https://www.gov.uk/government/publications/phase-1-merger-enquiry-outcomes>.

6.6 M&A – ÜBERNAHMERECHT

6.6.1 Problematik

Mit der Übernahmerichtlinie⁷⁴ war beabsichtigt, ein europäisches Level Playing Field für Übernahmen börsennotierter Unternehmen zu schaffen, das heißt insbesondere weitgehende Waffengleichheit zwischen den beteiligten Unternehmen herzustellen, wenngleich dies nicht hundertprozentig erreicht wurde.⁷⁵ Durch den Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union könnte dieser Stand der Rechtsvereinheitlichung wieder verloren gehen, sofern das Vereinigte Königreich sich aus standortpolitischen Erwägungen nach dem Brexit zum Beispiel für eine Erleichterung der Anforderungen an den Schutz der (Minderheits-) Aktionäre oder an Abwehrmaßnahmen der Zielgesellschaft entscheidet oder erweiterte staatliche Abwehr- und Eingriffsrechte einführt, um durch einen solchen Übernahmeschutz beispielsweise die Attraktivität als Standort europäischer Holdinggesellschaften zu erhöhen.

6.6.2 Details und Beispiele aus der Unternehmenspraxis

Die Übernahmerichtlinie regelt unter anderem die Pflicht zur Abgabe eines Angebots bei Kontrollerlangung, die Sicherstellung der Finanzierung des Angebots, die Neutralitätspflicht der Leitungs- und Verwaltungsorgane, das Gebot der Gleichbehandlung der Aktionäre der Zielgesellschaft, das Verbot von Marktverzerrungen durch Manipulation von Wertpapieren der Bieter- und Zielgesellschaft und ein zeitlich begrenztes Behinderungsverbot der Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft.⁷⁶

Der britische Takeover Code dient zwar der Umsetzung der Übernahmerichtlinie in nationales Recht, fungierte aber zugleich als Vorbild und entfaltete so einen erheblichen Einfluss auf den Entwurf der Richtlinie.⁷⁷ Der britische Takeover Code genießt als Rechtsrahmen für öffentliche Übernahmen im Vereinigten Königreich breite Anerkennung, wesentliche Änderungen erscheinen daher zunächst wenig wahrscheinlich. Gleichwohl kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Regelungen des Takeover Codes nach einem Austritt aus der Europäischen Union einer Novellierung unterzogen werden, um sie den britischen sowie globalen Marktbedingungen (und Interessen) anzupassen. Bereits für dieses Jahr ist eine erste Konsultation der Übernahmeregelungen angekündigt. Die Äußerungen von Premierministerin Theresa May hinsichtlich der Übernahme von Cadbury durch Kraft Foods in 2010 und der (letztlich gescheiterten) Übernahme von AstraZeneca durch Pfizer 2014⁷⁸, die Ankündigung der Premierministerin, der Regierung hinsichtlich öffentlicher Übernahmen stärkere Eingriffsrechte einzuräumen, und erste Beispiele aus der Unternehmenspraxis lassen Regelungen möglich erscheinen, die einen stärkeren Schutz britischer Unternehmen vor Übernahmen aus dem Ausland bezwecken. Gleichzeitig besteht die Gefahr, dass mit dem Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union auch die Beschränkungen (beispielsweise aufgrund der Grundfreiheiten oder der Fusionskontrollverordnung) für bestehende Eingriffsrechte nationaler Behörden wegfallen.

⁷⁴ Richtlinie 2004/25/EG vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote.

⁷⁵ Vgl. Pötzsch in: Assmann/Pötzsch/Schneider: WpÜG, Einleitung Rn. 95. Vgl. Rieder in: Baums/Thoma WpÜG, Einleitung Rn. 1.37.

⁷⁶ Vgl. Pötzsch in: Assmann/Pötzsch/Schneider: WpÜG, Einleitung Rn. 102 f.

⁷⁷ Vgl. Louise Gullifer und Jennifer Payne in: Corporate Finance Law 2011, Seite 571.

⁷⁸ Vgl. Rede von Premierministerin Theresa May, We can make Britain a country that works for everyone, vom 11. Juli 2016, unter <http://press.conservatives.com/post/147947450370/we-can-make-britain-a-country-that-works-for>.

6.6.3 Empfehlungen

Es bleibt abzuwarten, wie die britischen Übernahmeregelungen und die Eingriffsrechte staatlicher Stellen nach einem Brexit aussehen werden. Es wird jedoch im Interesse der deutschen Unternehmen empfohlen, darauf zu dringen, das Level Playing Field für Übernahmeangebote aufrechtzuerhalten, um auch in Zukunft harmonisierte Rahmenbedingungen für öffentliche Übernahmen in der Europäischen Union und im Vereinigten Königreich zu gewährleisten und eine unverhältnismäßige Abwanderung von Unternehmen bzw. Konzernobergesellschaften in das Vereinigte Königreich – sei es durch aktive Verlagerung des Sitzes auf der Suche nach einem effektiveren Übernahmeschutz oder infolge erfolgreicher Übernahmen durch britische Unternehmen – zu verhindern.

7 FAZIT

Der Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union hat nach aller Voraussicht große Auswirkungen auf die europäische Wirtschaft und Gesellschaft – das heißt auch auf Unternehmen, Verbraucher und Anleger. Die konkreten Folgen hängen dabei vom Ergebnis der Brexit-Verhandlungen ab.

Ziel dieses Positionspapiers ist es, Möglichkeiten aufzuzeigen, wie negative Auswirkungen auf die betroffenen Volkswirtschaften minimiert werden können. Hierbei wurde insbesondere auf die Bedeutung von Übergangsregelungen – mehr Zeit für die Betroffenen zur Anpassung von Strukturen, Prozessen und Verträgen – hingewiesen. Im weiteren Verlauf wurden kritische Aspekte im Kapital- und Finanzmarktrecht sowie dem Gesellschaftsrecht aufgezeigt, wobei die Wichtigkeit eines eigenen bilateralen Abkommens zwischen der Europäischen Union und dem Vereinigten Königreich basierend auf einer Erweiterung und Anpassung bestehender Drittstaaten-Regime betont wurde.

Jetzt ist es an den Verhandlungsführern beider Seiten, eine konstruktive und adäquate Lösung für die zukünftigen Beziehungen zwischen der Europäischen Union und dem Vereinigten Königreich zu finden, die die europäischen (Kapital-) Märkte stärkt und die negativen Auswirkungen des Brexit minimiert. Das Deutsche Aktieninstitut und seine Mitglieder stehen hier gerne jederzeit als kompetenter Gesprächspartner zur Verfügung.

Anhang

ANHANG 1:

Überblick der relevanten MiFID II/MiFIR- und EMIR-Regelungen für Finanzmarktinfrastrukturbetreiber bezüglich potentieller Auswirkungen des Brexit

Legislation	Issue	Impact	
MiFID II / MiFIR			
Market Structure	OTF category	<ul style="list-style-type: none"> • Strict rules on the operation of an OTF. 	<ul style="list-style-type: none"> • Potential loopholes for certain derivatives and bond instruments issued in UK.
	Transparency waivers	<ul style="list-style-type: none"> • Strict rules on when to grant waivers for transactions on trading venues. 	<ul style="list-style-type: none"> • Lighter waiver regime in UK.
	Trading obligation for derivatives	<ul style="list-style-type: none"> • Obligation for derivatives to be traded on RMs, MTFs and SIs. • ESMA to calculate, which set of instruments is liquid enough to qualify for the obligation. 	<ul style="list-style-type: none"> • Difficult for EU derivatives to be traded on UK trading venues? • Calculations on liquidity will no longer be relevant as UK data no longer to be included.
	Clearing obligation for ETDs	<ul style="list-style-type: none"> • Trades on a RM must be cleared by a CCP. 	<ul style="list-style-type: none"> • Difficult for EU derivatives to be traded on UK trading venues?
	Trading obligation for shares	<ul style="list-style-type: none"> • All shares admitted to trading should be traded on a RM, MTF or SI, and all investment firms with internal matching systems must be authorised as an MTF. 	<ul style="list-style-type: none"> • Difficult for EU shares to be traded on UK trading venues?
	Reasonable commercial basis	<ul style="list-style-type: none"> • Obligation to make post trade data available on a reasonable commercial basis (RCB). 	<ul style="list-style-type: none"> • No change for EU trading venues.
Calibrations	Liquid market definitions	<ul style="list-style-type: none"> • Calculation for the determination of 'liquid markets' within EU. • Calculation method to determine the liquid market based on objective criteria. 	<ul style="list-style-type: none"> • Lack of EU data would refocus liquid market back to home market.
	Transparency thresholds	<ul style="list-style-type: none"> • Calibration of thresholds for equity and non-equity instruments traded in the EU. 	<ul style="list-style-type: none"> • Thresholds no longer relevant without UK data.
	Double volume	<ul style="list-style-type: none"> • Calculation of Double Volume Cap for transparency waivers for equity trading. 	<ul style="list-style-type: none"> • Thresholds no longer valid without UK trading activity.
	Position limits	<ul style="list-style-type: none"> • Obligation to have strict position limits based on ESMA calibrations. 	<ul style="list-style-type: none"> • UK could not impose strict limits on all contracts but only the main contracts. • Limits could be set less stringently than ESMA methodology.
	Position reporting	<ul style="list-style-type: none"> • Obligation to make public a weekly report on the aggregate position held by categories of persons. 	<ul style="list-style-type: none"> • No such reports from UK trading activity.
	Tick Sizes	<ul style="list-style-type: none"> • Obligation for objectives determination of relevant tick sizes per instrument. 	<ul style="list-style-type: none"> • UK could undercut EU tick sizes.
Information & data exchange	Transaction reporting	<ul style="list-style-type: none"> • Obligation to report all transactions to NCAs, who must make them available to ESMA upon request. 	<ul style="list-style-type: none"> • Gap in UK transaction reporting for supervisors.
	Reference data	<ul style="list-style-type: none"> • Obligation for NCAs to provide all reference data to ESMA (part of ESMA data project). 	<ul style="list-style-type: none"> • UK no longer part of ESMA data project.
	Consolidated tape providers (CTPs)	<ul style="list-style-type: none"> • Obligation to consolidate and make available to the public all data from EU trading venues. 	<ul style="list-style-type: none"> • Less data for European CTP but would not fully reflect European trading.
	Reports and Review	<ul style="list-style-type: none"> • There will be a significant number of reports and review of key provisions in the years immediately after the application of MiFID II / MiFIR. 	<ul style="list-style-type: none"> • Reports and reviews of MiFID II will need to take into account the withdrawal of UK market.
	Supervisory cooperation	<ul style="list-style-type: none"> • Obligation to share information on a regular basis between home and host member state. 	<ul style="list-style-type: none"> • UK will no longer be subject to legally binding cooperation and information sharing arrangements.

Access & Clearing	Access to benchmarks	<ul style="list-style-type: none"> • CCPs and trading venues should be allowed non-discriminatory access to relevant details and licenses of a benchmark. 	<ul style="list-style-type: none"> • Benchmark access will still be implemented in EU.
	CCP and trading venue access	<ul style="list-style-type: none"> • CCPs shall accept to clear on a non-discriminatory and transparent basis. • Trading venues shall provide trade feeds on a non-discriminatory and transparent basis to CCPs. 	<ul style="list-style-type: none"> • CCP access will still be implemented in EU.
	Clearing & Settlement arrangements	<ul style="list-style-type: none"> • RMs based in EU only allowed to enter into clearing arrangement with CCPs in another MS. 	<ul style="list-style-type: none"> • UK CCPs placed at a disadvantage.
Third Country Regime	Access for third country CCPs and trading venues	<ul style="list-style-type: none"> • COM may only allow a request for access, if the CCP or trading venue has equivalent rules for allowing foreign access to their CCPs and trading venues. 	<ul style="list-style-type: none"> • UK CCPs only to be able to have access if deemed to be equivalent, therefore, no lowering of standards for access.
	Cooperation with third countries	<ul style="list-style-type: none"> • MS and ESMA may cooperate with third countries as long as data privacy rules are equivalent. 	<ul style="list-style-type: none"> • This can be resolved.
	Third country regime	<ul style="list-style-type: none"> • Application of common third country regime prioritising the G20 commitments and IOSCO principles. • Third country regulatory and supervisory framework must achieve adequate and regulatory affects and meet the same objectives as EU law. 	<ul style="list-style-type: none"> • To be determined by COM.
EMIR			
Market Structure	Clearing obligation	<ul style="list-style-type: none"> • Clearing obligation applies to transactions between EU and third country counterparties, and between third country counterparties, if the contact has a significant effect on the EU or is being used to evade EU rules. 	<ul style="list-style-type: none"> • Third country rules would apply to UK and determined by UK.
	Instruments subject to clearing obligation	<ul style="list-style-type: none"> • ESMA to determine class of instruments to be subject to clearing obligation (based on volume & liquidity). 	<ul style="list-style-type: none"> • UK data no longer taken into account for clearing obligation. • Current calculations will need to be amended.
	Capital requirements	<ul style="list-style-type: none"> • CCPs to have initial 7,5 million capital requirements. 	<ul style="list-style-type: none"> • UK could introduce lower requirements.
Information & Cooperation	Reporting obligation	<ul style="list-style-type: none"> • Obligation to report all details of the conclusion, modification or termination of the contract. 	<ul style="list-style-type: none"> • UK will no longer be obligated to report the relevant data.
	Transparency & data availability	<ul style="list-style-type: none"> • TRs must make data available to ESMA, ESRB, NCAs, third country NCAs. 	<ul style="list-style-type: none"> • UK would no longer be part of this cooperation.
	Cooperation between NCAs	<ul style="list-style-type: none"> • CCPs to cooperate with each other, ESMA and ESRB. 	<ul style="list-style-type: none"> • UK would no longer be part of this cooperation.
Third Country Regime	Recognition of a third country CCP	<ul style="list-style-type: none"> • CCP must be recognised by ESMA 	<ul style="list-style-type: none"> • To be determined by ESMA.
	Third country regime	<ul style="list-style-type: none"> • Third country CCPs must be equivalent. 	<ul style="list-style-type: none"> • To be determined by COM.

ANHANG 2:

EU-Passporting und Drittstaatenregelungen im europäischen Finanz- und Kapitalmarkt

Rechtsgrundlage/Thema	EU-Pass	Andere Regelung	Äquivalenz-Regime mit EU-Pass	Andere Drittstaatenregelungen
MiFID II/MiFIR	Ja, für Finanz- und Investmentdienstleistungen und Niederlassungen (von Investmentfirmen).		Ja, aber nur Investmentdienstleistungen für professionelle und ausgewählte Kunden; beinhaltet damit kein Privatkundengeschäft und nur einen kleinen Teil des Firmenkundengeschäfts.	Niederlassungen optional für EU-Staaten.
	Ja, für Handelsplätze (u.a. Clearing/Handel von Aktien und Derivaten).	Handelsplätze haben nicht-diskriminierten Zugang zu CCPs und Benchmarks.	Ja, aber beim Euro-Clearing sind Einschränkungen zu erwarten.	
	Ja, für Datenbereitstellungsdienste.		Nein.	
CRDs	Ja für Bankdienstleistungen sowie Niederlassungen (von Banken).		Nein, nicht für Bankdienstleistungen oder Niederlassungen. Für Investmentdienstleistungen vgl. MiFID II/MiFIR.	Drittstaaten-Äquivalenz für spezielle Aspekte (z.B. Risikogewichtung) möglich, aber beinhaltet keinen Marktzugang oder EU-Pass.
PSDs	Ja, für Zahlungsdienste.		Nein.	
EMIR	Ja, für CCPs.		Ja.	
	Ja, für TRs.		Ja.	
		CCPs und Handelsplätze haben nicht-diskriminierten Zugang zueinander.	Nein, aber vgl. MiFID II/MiFIR.	
CSDR	Ja, für Dienstleistungen und Niederlassungen (aber nationale Aufsicht zu informieren).		Ja.	
OGAW	Ja, für das Management und den Vertrieb von kollektiven Anlageformen.		Nein.	
AIFMD	Ja, für das Management und den Vertrieb von Alternativen Fonds an professionelle Kunden.			Nicht-EU-Anbieter können über Empfehlung der ESMA und Genehmigung durch die EU-Kommission EU-weit Alternative Fonds managen und an professionelle Kunden vertreiben.
Prospekt-richtlinie/-verordnung	Ja, für Wertpapierprospekte von Emittenten.		Ja.	
Transparenz-Richtlinie		Gilt für alle Emittenten mit EU-Listing.		Ja. Gilt unabhängig vom Sitz für alle Emittenten mit EU-Listing.
Marktmissbrauchs-Verordnung		Gilt für alle Emittenten mit EU-Listing.		Ja. Gilt unabhängig vom Sitz für alle Emittenten mit EU-Listing.
Benchmark-Verordnung	Ja, für Benchmark-Anbieter.		Ja.	Temporäre Anerkennung von Drittstaaten-Benchmarks bis Äquivalenzentscheidung gefallen ist, wenn die Einhaltung der IOSCO-Grundsätze denen der Benchmark-Verordnung gleichwertig ist.
Solvabilität II	Ja, für (Rück-) Versicherer.		Ja, aber nur für Rückversicherer.	

Kontakt

Dr. Franz-Josef Leven
Stellvertretender Geschäftsführer
Telefon + 49 69 92915-24
leven@dai.de

Sven Erwin Hemeling
Referent Kapitalmarktrecht
Telefon + 49 69 92915-27
hemeling@dai.de

Michaela Hohlmeier
Referentin der Geschäftsführung
Leiterin Kapitalmarktrends
und Innovation
Telefon + 49 69 92915-31
hohlmeier@dai.de

Deutsches Aktieninstitut e.V.
Senckenberganlage 28
60325 Frankfurt am Main
Telefon + 49 69 92915-0
Fax + 49 69 92915-12
www.dai.de

