

# Vorbereitung auf die Marktmissbrauchsverordnung

Mitgliederversammlung des DIRK –  
Deutscher Investor Relations Verband e.V.

Herzogenaurach, 13. November 2015

Dr. Dirk Kocher, LL.M.

# Agenda

- 
- I. Stand der Umsetzung
  - II. Offenlegung von Insiderinformationen (Ad-hoc-Publizität)
  - III. Führung von Insiderlisten
  - IV. Directors' Dealings
  - V. Closed Periods

# I. Stand der Umsetzung

- Marktmissbrauchsverordnung (MAR)
- Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (CRIM-MAD)
- Veröffentlichung im Amtsblatt der EU
  - 12. Juni 2014
- Anwendung MAR & Umsetzungsfrist für CRIM-MAD
  - **3. Juli 2016**
- Praktische Probleme wegen Unterschieden der verschiedenen Sprachfassungen

# I. Stand der Umsetzung

## Delegierte Rechtsakte & Durchführungsrechtsakte

- Technische Standards in Form eigener Verordnungen

Vorlage der finalen Entwürfe an die Kommission:

- Ursprüngliche Frist: 3. Juli 2015
- Änderung des Vorlageverfahrens: Veröffentlichung und Vorlage erst am 28. September 2015 erfolgt
- Voraussichtliches Inkrafttreten: 3. Juli 2016 zusammen mit MAR

# I. Stand der Umsetzung

- Daneben: Leitlinien & Empfehlungen
  - **Faktische Bindungswirkung** gegenüber nationalen Behörden durch *Comply-or-Explain*-Mechanismus
  - Laufendes Konsultationsverfahren
  
- Weitere Themen, die heute den Rahmen sprengen würden, u.a.:
  - Insiderhandel (auch Stornierung einer Order)
  - Marktmanipulation
  - Marktsondierungen (Rechtssicherheit um den Preis hohen Dokumentationsaufwands)
  - Safe Harbour für Aktienrückkäufe

## II. Offenlegung von Insiderinformationen (Ad-hoc-Publizität)

### Erweiterung des Anwendungsbereichs

#### Unter WpHG

- Inlandsemittent, d.h. Zulassung zum Handel an einem
  - **organisierten Markt**
    - beantragt oder erhalten

#### Nach MAR (Art. 17 Abs. 1 MAR)

- Zulassung zum Handel an einem
  - **geregelten Markt**
    - beantragt oder erhalten
  - **multilateralen Handelssystem** ("MTF" – *multi trading facility*)
    - beantragt oder erhalten
  - **organisierten Handelssystem** ("OTF" – *organised trading facility*)
    - erhalten
- Auf **Initiative** des Emittenten  
Trotz unklarer deutscher Sprachfassung: „beantragt oder erhalten“ ≠ „requested or approved“

## II. Offenlegung von Insiderinformationen (Ad-hoc-Publizität)

### Anwendungsbereich: Welche Handelsplattformen?

- Geregelter Markt
    - z.B. Prime Standard / General Standard (Frankfurter Wertpapierbörse)
  - Multilaterale Handelssysteme
    - z.B. Entry Standard (Frankfurter Wertpapierbörse), M:access (Börse München).  
Dagegen mangels Emittenteninitiative wohl i.d.R. nicht normaler Freiverkehr; evt. Schreiben zur Klarstellung mangelnden Einverständnisses
  - Organisierte Handelssysteme
    - systematisierte Handelssysteme für Schuldverschreibungen, strukturierte Finanzprodukte und Derivate
- ➔ Trend zum Rückzug aus dem qualifizierten Freiverkehr?

## II. Offenlegung von Insiderinformationen (Ad-hoc-Publizität)

### Begriff der Insiderinformation (Art. 7 MAR)

- Nicht öffentlich bekannte präzise Information
- Betrifft direkt oder indirekt den Emittenten oder das Finanzinstrument selbst
- Umstand / Ereignis ist kursrelevant

➔ **Wie Insiderinformation nach WpHG**



## II. Offenlegung von Insiderinformationen (Ad-hoc-Publizität) (Forts.)

### Begriff der Insiderinformation (Forts.)

- *Daimler/Gelt*-Entscheidung des EuGH gilt fort
- Präzise Information (Art. 7 Abs. 2 und 3 MAR)
  - Umstände (Ereignisse), die bereits gegeben sind oder bei denen man vernünftigerweise erwarten kann, dass sie in Zukunft eintreten werden und die spezifisch genug sind, um einen Schluss auf die mögliche Kursauswirkung zuzulassen
  - **Zwischenschritte in einem gestreckten Vorgang** werden als Insiderinformationen betrachtet, falls diese die Kriterien einer Insiderinformation erfüllen
  - Dies gilt nicht nur für Zwischenschritte, die bereits existieren, sondern auch für solche, bei denen man vernünftigerweise erwarten kann, dass diese eintreten

## II. Offenlegung von Insiderinformationen (Ad-hoc-Publizität)

### Begriff der Insiderinformation (Kursrelevanz)

- Informationen, die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs erheblich zu beeinflussen
- Informationen, die ein **verständiger Anleger** wahrscheinlich als Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde
  - "verständiger Anleger" wird nicht definiert
- Geltung der Probability/Magnitude-Formel? Bei Kurserheblichkeit wohl ja
- Nach Erwägungsgrund 15 können **ex-post Informationen** zur Überprüfung der Kurserheblichkeit herangezogen werden, es sollen aber keine Maßnahmen auf dieser Grundlage ergriffen werden, wenn vernünftige Schlussfolgerungen aus den ex-ante Informationen gezogen wurden

## II. Offenlegung von Insiderinformationen (Ad-hoc-Publizität)

### Pflicht zur Offenlegung einer Insiderinformation (Art. 17 MAR)

- Emittent muss eine Insiderinformation, die ihn unmittelbar betrifft, sobald wie möglich veröffentlichen
- Pflicht zur Offenlegung auch dann, wenn Emittent im Rahmen der normalen Berufsausübung Informationen **gegenüber Dritten offenlegt** (Art. 17 Abs. 8 MAR),
  - es sei denn, diese sind zur Verschwiegenheit verpflichtet,
  - unabhängig davon, ob sich diese Verpflichtung aus Rechts- oder Verwaltungsvorschriften, einer Satzung oder einem Vertrag ergibt

## II. Offenlegung von Insiderinformationen (Ad-hoc-Publizität) – Modalitäten



Generelle Pflicht zur Veröffentlichung

Zusätzlich: Pflicht zur Veröffentlichung auf Website

## II. Offenlegung von Insiderinformationen (Ad-hoc-Publizität)

### Veröffentlichung nach Art. 17 Abs. 1 UA 2 MAR

- Zeitpunkt
  - "sobald wie möglich" – "zeitgleich" – "unverzüglich"
- Medium
  - Schneller Zugriff
- Inhalt, Form und Sprache
  - Konkretisierung durch Technische Standards der ESMA – Final Report zu Entwurf der Technischen Standards wurde am 28. September 2015 vorgelegt
  - Weiterhin keine Verbindung mit Werbung

# 1. Veröffentlichung nach Art. 17 I S. MAR

## Konkretisierung durch Vorgaben der Technischen Standards

- Standards zu Art. 17 MAR sollen mit denen der Transparenzrichtlinie gleichlaufen

## Entscheidendes Kriterium für die Veröffentlichung

- **Aktive** Kommunikation an Medien mit dem Ziel, Investoren zu erreichen

## Nicht ausreichend

- Newsfeed, wenn Registrierung nötig
- Veröffentlichung über Soziale Medien → erst kurz nach normaler Veröffentlichung vornehmen
- Veröffentlichung auf eigener Homepage
- I.d.R. Veröffentlichung auf Website der Behörde

# Veröffentlichung nach Vorgaben TS-Entwurf

## Weitere Voraussetzungen der Veröffentlichung

- Unentgeltlicher Zugang
- Gleichzeitig innerhalb der EU
- Möglichst weite Verbreitung in nicht diskriminierender Weise
- Bei Veränderung der Information evtl. erneute Veröffentlichung nötig

## Art und Weise der Veröffentlichung

- Übertragung durch elektronische Mittel, die die Vollständigkeit, Unversehrtheit und Vertraulichkeit der Information gewährleisten

## Ausblick und praktische Umsetzung

- Dienstleister werden weiter standardisierte Form der Veröffentlichung anbieten (z.B. DGAP) → Kaum Handlungsbedarf für Emittenten

# Veröffentlichung nach Vorgaben TS-Entwurf

## Inhalt der Mitteilung (Art. 2 1. b) TS-Entwurf)

- Tatsache, dass die kommunizierte Information eine Insiderinformation darstellt
- Identität des Emittenten (vollständiger rechtlicher Name)
- Identität der Person, die die Mitteilung macht (→ festlegen):
  - Vorname, Nachname, Position innerhalb des Emittenten
- Inhalt und Gegenstand der Insiderinformation
- Datum und **Uhrzeit**
- Problem: Datum und Uhrzeit der Mitteilung oder des Entstehens der Insiderinformation? Wohl Letzteres



## 2. Veröffentlichung auf eigener Website

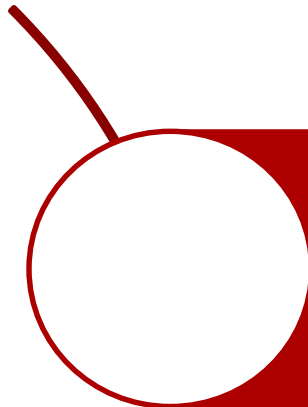
### Vorgaben durch Art. 17 MAR

- Anzeige- und Aufbewahrungspflicht von 5 Jahren

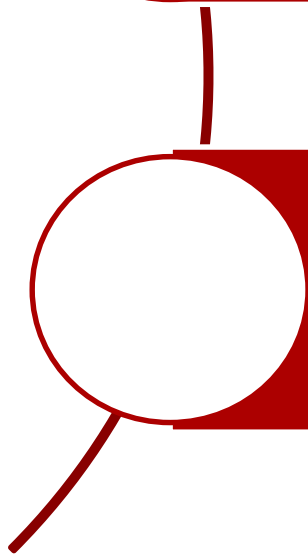
### Vorgaben durch Art. 3 TS-Entwurf

- Unverzüglich nach Veröffentlichung der Information, keinesfalls davor
- Zugang unentgeltlich und nicht diskriminierend
- Information einfach aufzufinden
  - dazu nicht unbedingt eigene Kategorie notwendig, auch allgemeine Kategorie wie „Investor Relations“ möglich
- Datum und Uhrzeit der Veröffentlichung angeben
- Chronologisch sortierte Mitteilungen

# 3. Aufschieb der Veröffentlichung



a) Aufschieb der Veröffentlichung auf eigene Verantwortung nach Art. 17 Abs. 4 MAR



b) Aufschieb der Veröffentlichung zur Wahrung der Stabilität des Finanzsystems mit vorheriger Zustimmung nach Art. 17 Abs. 5 MAR

# Aufschub auf eigene Verantwortung

## **Materielle Voraussetzungen (Art. 17 Abs. 4 MAR)**

- Berechtigtes Interesse
- Keine Irreführung der Öffentlichkeit
- Sicherstellung der Geheimhaltung

**➔ Aufbau grundsätzlich wie § 15 Abs. 3 WpHG**

# Aufschub auf eigene Verantwortung

- **Berechtigtes Interesse** des Emittenten. Wohl auch weiterhin nach Erwägungsgrund 50:
  - Laufende Verhandlungen, wenn Ergebnis oder Ablauf wahrscheinlich beeinträchtigt werden würden
  - Vom Geschäftsführungsorgan eines Emittenten getroffene Entscheidungen oder abgeschlossene Verträge, die der Zustimmung durch ein anderes Organ des Emittenten bedürfen, um wirksam zu werden, sofern eine Bekanntgabe der Informationen vor der Zustimmung zusammen mit der gleichzeitigen Ankündigung, dass die Zustimmung noch aussteht, die korrekte Bewertung der Informationen durch das Publikum gefährden würde
  - **Weitere Konkretisierung** durch Leitlinien der ESMA erwartet

# Aufschub auf eigene Verantwortung

- Keine Irreführung der Öffentlichkeit
- Sicherstellung der Geheimhaltung nach ESMA Final Report:
  - Vertraulichkeit **nicht mehr gewährleistet**, wenn **ausreichend präzises Gerücht** Bezug auf Insiderinformation nimmt
  - Gerücht muss nicht mehr aus Sphäre des Emittenten stammen
  - Ankündigung ESMA in Final Report: Details, wann Gerücht jedenfalls präzise genug ist, folgen eventuell in Leitlinien. Aktuelle Diskussion zur Lage bei plötzlichen Kursausschlägen
  - Verschärfung gegenüber BaFin-Auffassung zum WpHG!

# Aufschub auf eigene Verantwortung

## Formalitäten

- **Förmliche** Entscheidung notwendig?
  - Bisher unter WpHG:
    - Nicht geregelt
    - BaFin fordert aktive Selbstbefreiung
    - BGH hat Frage offen gelassen (*rechtmäßiges Alternativverhalten*)
  - Nach MAR selbst:
    - Nicht eindeutig geregelt ("auf eigene Verantwortung aufschieben")

# Aufschub auf eigene Verantwortung

## Formalitäten (Forts.)

- Final Report TS durch ESMA:
  - Zumindest **aktive Entscheidung** innerhalb des Emittenten notwendig und viel zu dokumentieren → also kein Automatismus
  - Bislang keine Vorgabe der ESMA, dass bestimmtes Organ/bestimmte Person die Entscheidung treffen muss. Da BaFin Beteiligung von zumindest einem Vorstandsmitglied fordert, sollte diese bis zur Anerkennung einer anderweitigen Praxis vorsichtshalber zunächst vorgesehen werden
  - Hoher Dokumentationsaufwand sowohl der Entscheidung als auch für Behördeninformation (s.u.)

# Aufschub auf eigene Verantwortung

## Ende des Aufschubs

- Voraussetzungen für Aufschub entfallen
  - z.B. Vertraulichkeit nicht mehr gewährleistet (Art. 17 Abs. 7 MAR), wenn ausreichend präzises Gerücht Bezug auf Insiderinformation nimmt (s.o.)



# Aufschub auf eigene Verantwortung

## Nach Ende des Aufschubs

- Veröffentlichung "so schnell wie möglich"
- Unverzüglich nach der Veröffentlichung: Information der zuständigen Behörde über den Aufschub (also später als bisherige Vorabmitteilung), wird wohl wieder **von Dienstleister angeboten**
- Schnellstmögliche Kommunikationsmittel
- Wenn Möglichkeit nach nationalem Recht vorgesehen wird: Zunächst nur Benachrichtigung über Aufschub möglich, Begründung kann getrennt angefordert werden
- Für Benachrichtigung und Begründung unterschiedliche Standards möglich

# Aufschub auf eigene Verantwortung

## Benachrichtigung der Behörde

- Sollte in generellen Prozess der Veröffentlichung über Dienstleister integriert sein
- Schriftlich, um Nachweis führen zu können
- Kommunikation an bestimmte Kontaktpunkte in der Behörde durch elektronische Übermittlung
- Behörde soll Prozess auf Website spezifizieren

# Aufschub auf eigene Verantwortung

## Inhalt der Benachrichtigung über den Aufschub (Art. 4 3. TS-Entwurf)

- Identität des Emittenten, voller rechtlicher Name
- Identität der Person innerhalb des Emittenten, durch die die Benachrichtigung erfolgt
  - Vorname, Nachname
  - Position innerhalb des Emittenten
- Kontaktdaten der Person, durch die die Benachrichtigung erfolgt
  - Berufliche E-Mail Adresse und Telefonnummer
- Identifikation der Insiderinformation, deren Veröffentlichung aufgeschoben worden ist
  - Titel der Veröffentlichungsmeldung
  - Referenznummer, wenn das Veröffentlichungssystem eine solche zuordnet
  - Datum und Uhrzeit der Veröffentlichung (inkl. Zeitzone)
- Datum und **Uhrzeit der Entscheidung** über den Aufschub (inkl. Zeitzone)
- Identität aller Personen, die für die Entscheidung über den Aufschub verantwortlich sind

# Aufschub auf eigene Verantwortung

## Begründung der Entscheidung über den Aufschub in Sonderfällen

- Wenn diese getrennt von der Benachrichtigung nur auf Behördenanfrage erfolgt: gleiche Angaben wie in Benachrichtigung nötig
- Erklärung, wie Voraussetzungen von Art. 17 Abs. 4 MAR erfüllt wurden
- Kein gesondertes Template durch ESMA vorgesehen

# Aufschub auf eigene Verantwortung

## Dokumentation: Zu speichernde Informationen (Art. 4 1. TS), Teil 1

- **Datum und Uhrzeit**
  - des Entstehens der Insiderinformation beim Emittenten
  - der Entscheidung über den Aufschub
  - des geschätzten Zeitpunkts, an dem wahrscheinlich durch den Emittenten veröffentlicht wird
  
- Identität der Personen innerhalb des Emittenten, die verantwortlich sind für (müssen nicht identisch sein)
  - die Entscheidung über den Beginn des Aufschubs und sein wahrscheinliches Ende
  - die Überwachung der kontinuierlichen Erfüllung der Voraussetzungen des Aufschubs
  - die Entscheidung über die Veröffentlichung
  - die Bereitstellung der angefragten Informationen über den Aufschub und der schriftlichen Begründung an die zuständige Behörde

# Aufschub auf eigene Verantwortung

## Dokumentation: Zu speichernde Informationen (Art. 4 1. TS), Teil 2

- Nachweis über die anfängliche Erfüllung der in Art. 17 Abs. 4 MAR erwähnten Voraussetzungen (Interesse etc.) und jede Änderung der Erfüllung während des Aufschubs, einschließlich
  - Der **Informationsbarrieren**,
    - die intern eingesetzt wurden, um den Zugang von Personen, die einen solchen nicht für die Ausübung ihrer Arbeit, ihres Berufs oder ihrer Pflichten innerhalb des Emittenten benötigen, zu verhindern und
    - die gegenüber Dritten eingesetzt wurden
    - In beiden Fällen kann auf **Standardverfahren** verwiesen werden, wenn nicht besondere Vorkehrungen getroffen wurden.
- Vorkehrungen für den Fall, dass die Vertraulichkeit nicht mehr gewährleistet ist (→ **Ad hoc** und Behördeninformation umgehend **vorbereiten**)

# Aufschub auf eigene Verantwortung

## Organisatorische Anforderungen der ESMA an Emittenten

- Minimum an interner Organisationsstruktur für diesen Bereich notwendig
- **Klare Zuständigkeitsregelungen** für
  - Prüfung der Voraussetzungen des Aufschubs
  - Endgültige Entscheidung über den Aufschub
  - Speicherung der Daten
  - Kommunikation mit der Behörde
  - Veröffentlichung
- Je mehr Personen beteiligt sind, desto schärfere Informationsbarrieren sind nötig

# Aufschub zur Stabilitätswahrung des Finanzsystems (Art. 17 Abs. 5 und 6 MAR)

## Voraussetzungen

- Emittent ist Kredit- oder Finanzinstitut
- Risiko, dass finanzielle Stabilität des Emittenten und des Finanzsystems untergraben wird
- Aufschub im öffentlichen Interesse
- Sicherstellung der Geheimhaltung
- Vorherige Zustimmung der BaFin



# Aufschub zur Stabilitätswahrung des Finanzsystems (Art. 17 Abs. 5 und 6 MAR)

## Ablauf

- Benachrichtigung und Meldung an Behörde, dass Aufschub zur Stabilitätswahrung als nötig angesehen wird
- Sichere Kommunikation nötig (z.B. verschlüsselte E-Mails)
- Benachrichtigung durch Emittent und Entscheidung der Behörde in Schriftform
- Trotzdem mündliche Diskussion möglich
- Auch zunächst nur mündliche Mitteilung der Entscheidung der Behörde möglich und dann alsbald in Schriftform

## Veröffentlichung nötig, wenn

- Behörde nicht zustimmt
- Vertraulichkeit nicht mehr gewahrt ist

# Aufschub zur Stabilitätswahrung des Finanzsystems (Art. 17 Abs. 5 und 6 MAR)

## Zustimmung durch die Behörde

- Mindestens wöchentliche Überprüfung der Voraussetzungen nötig
- Entscheidung der Behörde sollte nächsten Zeitpunkt der Überprüfung nennen
- Weitergabe von entscheidenden Informationen an die Behörde durch den Emittenten

# Rechtsfolgen bei Verstoß gegen Ad hoc-Vorschriften

- Verschärfung geltender Geldbußen (bisher max. EUR 1 Mio.)
  - Natürliche Person bis zu EUR 1 Mio. (Mindestvorgabe)
  - Juristische Person bis zu EUR 2,5 Mio. oder **2 Prozent des jährlichen Konzernumsatzes** (Mindestvorgabe)
- Verwaltungsrechtliche Sanktionen
  - Unterlassungsanordnung
  - Gewinnabschöpfung
  - Veröffentlichung der Entscheidung (sog. ***naming and shaming***) nach Art. 34 MAR schon **vor Rechts- oder Bestandskraft**
  - Widerruf oder Aussetzung der Zulassung als Wertpapierfirma
  - Absolute oder vorübergehende **Berufsverbote**
- ➔ **Bedarf der Umsetzung durch die Mitgliedstaaten**
  - Zukunft der **zivilrechtlichen Haftung** (bisher §§ 37 b, c WpHG) noch ungeklärt

# III. Führung von Insiderlisten

## Generelle Pflicht – Anwendungsbereich (Art. 18 Abs. 7 MAR)

### ▪ Emittenten von Finanzinstrumenten

- Finanzinstrumente ("FI") sind z.B. übertragbare Wertpapiere (**Aktien**, andere Gesellschaftsanteile, Schuldverschreibungen), Swaps, Futures, Emissionszertifikate → Auflistung aller FIs in Anhang I Abschnitt C der Richtlinie 2014/65/EU
- Begriff des Emittenten (erweitert auf Teile des Freiverkehrs)

§§ 15b Abs. 1, 15 Abs. 1 WpHG	Art. 18 Abs. 7 MAR
Inlandsemittent setzt im Wesentlichen Zulassung / Antrag auf Zulassung der FIs am organisierten Markt eines Mitgliedstaates voraus (§ 2 Abs. 7 WpHG)	Erweitert den Begriff des Emittenten um Zulassung <ul style="list-style-type: none"><li>▪ am Multilateralen Handelssystem ("<u>MTF</u>") sowie</li><li>▪ Organisiertem Handelssystem ("<u>OTF</u>"), jeweils in Mitgliedstaat <u>und auf Initiative des Emittenten</u> (s.o.)</li></ul>

**Emittenteneigenschaft nach MAR bereits mit Beantragung der Zulassung zum geregelten Markt bzw. nun auch MTF aber nicht OTF**

# III. Führung von Insiderlisten

## Generelle Pflicht – Anwendungsbereich

- Teilnehmer am Markt für **Emissionszertifikate**
  - Personen, die im **Auftrag** oder für **Rechnung** eines **Emittenten** handeln (wie bisher v.a. Berater), führen selbst ebenfalls eine Insiderliste
- ➔ **Wichtig auch hier v.a. Erweiterung des Anwendungsbereichs auf den Freiverkehr auf Initiative (s.o.) des Emittenten**

# III. Führung von Insiderlisten

## Generelle Pflicht – Inhalt (zT weiter als § 15b WpHG)

- Aufzuführen sind grundsätzlich folgende Personen

§ 15b WpHG	Art. 18 Abs. 1 lit. a) MAR
Personen, die für den Emittenten <b>tätig</b> sind und <b>bestimmungsgemäß Zugang</b> zu Insiderinformationen haben	Personen, die auf aufgrund eines <b>Arbeitsvertrages</b> oder <b>Wahrnehmung anderweitiger Aufgaben</b> Zugang zu Insiderinformation haben, wie Berater, Ratingagenturen, <i>Buchhalter</i> [Anm.: Wohl Übersetzungsfehler, gemeint eher <b>Abschlussprüfer</b> ]

- Weiterhin **keine ausdrückliche Konzernklausel**: Mitarbeiter in **Töchtern** sollten dennoch aufgenommen werden, wenn sie Zugang zu Informationen haben, die für die börsennotierte Mutter kursrelevant sind.
- **Externe Berater** weiterhin aufzuführen. BaFin ließ dafür Eintrag des Unternehmens mit einem Ansprechpartner genügen. Da das nicht erwähnt ist → künftig wohl **alle Mitarbeiter** des Beraters einzutragen (organisatorischer Aufwand)

# III. Führung von Insiderlisten

## Generelle Pflicht – Inhalt

- Art. 18 Abs. 3 und 4 MAR gibt Mindestumfang vor, ergänzt durch Entwurf der Technischen Standards der ESMA (s.u.)
- **Neu:** Projekt-/ ereignisbezogene Liste ist obligatorisch
  - „Ereignis“ ist Entstehen der Insiderinformation
- Führen permanenter (funktionsbezogener) Insiderlisten ist weiterhin freiwillig möglich aber nicht mehr ausreichend
- Art. 18 Abs. 4 MAR: Aktualisierungspflicht bei Änderungen
- Zugang zur Liste soll möglichst beschränkt werden, da auch deren Inhalt insiderrelevant sein kann

# III. Führung von Insiderlisten

## Konkrete Vorgabe des Formats

- Verpflichtender Teil: **Template 1** im Annex I zu Annex XIII des Final Reports der ESMA ist **zwingend** für die Insiderliste zu verwenden!
- Freiwillige permanente Liste: Template 2 im Annex I zu Annex XIII des Final Reports der ESMA
- Auch ältere Versionen der Insiderliste müssen abrufbar sein
- ESMA gibt Sprache zur Abfassung nicht vor



# III. Führung von Insiderlisten: Erweiterung v.a. der personenbezogenen Angaben

§ 14 WpAIV	§ 18 III MAR und Technische Standards
<ul style="list-style-type: none"> <li>Vor- und Nachname</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓, sofern abweichend auch <b>Geburtsname</b></li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Tag und Ort der Geburt</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Geburtsdatum</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Privat- und Geschäftsanschrift</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Private Adresse (Straße, Hausnr., PLZ, Stadt, Land)</li> <li>Name und Adresse der Gesellschaft</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Grund für die Aufnahme</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Position</b> und Grund für Insidereigenschaft</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Datum der Kenntniserlangung von der Insiderinformation</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Datum und <b>Uhrzeit</b> der Kenntniserlangung von der Insiderinformation</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Datum ab dem Zugang nicht mehr besteht</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Datum und <b>Uhrzeit</b>, ab dem der Zugang nicht mehr besteht</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Datum der Erstellung und der letzten Aktualisierung der Liste</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Datum und <b>Uhrzeit</b> der Erstellung des jeweiligen Abschnitts der Insiderliste</li> <li>Datum und <b>Uhrzeit</b> der letzten Aktualisierung</li> <li>Datum der Übergabe an Behörde</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>-</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Berufliche Telefonnummer: Direkte Durchwahl und Mobilnummer</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>-</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Nationale Identifikationsnummer</b> (wenn vorhanden)</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>-</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Private Telefonnummern</b> (Festnetz- und Handynummer)</li> </ul>

# III. Führung von Insiderlisten

## Weitere Neuerungen gegenüber § 15b WpHG

- **Schriftliche Anerkennung** der Belehrung über Insiderpflichten erforderlich (Art. 18 Abs. 2 MAR)
- **Aufbewahrungsdauer** des Emittenten beträgt nunmehr **fünf Jahre** statt bislang sechs Jahre (Art. 18 Abs. 5 MAR)
- **Keine Pflicht zur Vernichtung** der Liste nach Ablauf der Aufbewahrungsfrist mehr wie sie noch § 16 Abs. 2 Satz 3 WpAIV vorsehen hat

# III. Führung von Insiderlisten

## Ausnahmen von der Pflicht

§ 15b Abs. 1 Satz 4 WpHG	Art. 18 Abs. 6 MAR
<p>Abschlussprüfer und seine Gehilfen im Sinne von § 323 Abs. 1 HGB</p>	<ul style="list-style-type: none"><li data-bbox="938 472 1731 639">▪ Es ist anzunehmen, dass Ausnahme entfällt. Art. 18 Abs. 1 lit. a) MAR nennt „Buchhalter“ als Aufzunehmende. Andere Sprachfassungen sind aber weiter.</li><li data-bbox="938 665 1731 1132">▪ Emittenten von FIs, die an <b>KMU-Wachstumärkten</b> zugelassen sind, wenn Emittent <b>sicherstellt</b>, dass<ul style="list-style-type: none"><li data-bbox="996 815 1692 982">➤ Personen mit Zugang zu Insiderinformationen insiderrechtliche Pflichten <b>anerkennen</b> und sich der <b>Sanktionen bewusst</b> sind und</li><li data-bbox="996 1008 1731 1132">➤ Emittent in der Lage ist, der zuständigen Aufsichtsbehörde (BaFin) <b>jederzeit</b> eine Insiderliste zur Verfügung zu stellen</li></ul></li></ul>

# III. Führung von Insiderlisten

## Ausnahmen von der Pflicht

- KMU-Wachstumsmarkt meint
  - die Betreiber eines gesondert zu registrierenden MTF
  - deren Emittenten mind. zu 50 Prozent kleinere und mittlere Unternehmen sind
  - Zulassung geschieht nur auf Antrag und
  - Einhaltung der Voraussetzung wird jährlich überprüft
  - (vgl. vollständige Voraussetzungen unter Art. 4 Abs. 1 Ziff. 12 i.V.m. Art. 33 der Richtlinie 2014/65/EU)
- ➔ Im Ergebnis **nur geringer Deregulierungseffekt** durch Ausnahme zu erwarten, da wohl stets **Schattenliste** zu führen sein wird (Format in Annex II zu Annex XIII des Final Reports)

# III. Führung von Insiderlisten (Forts.)

## Rechtsfolgen bei Verstoß

Keine Vollharmonisierung durch MAR, aber recht detaillierte und ausdifferenzierte Mindestvorgaben an den nationalen Gesetzgeber

## Bußgeld

§ 39 WpHG	Art. 30 Abs. 2 lit. i) iii) und j) iii) MAR
<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Vorsätzliche oder leichtfertige Verstöße gegen § 15b WpHG können mit einer Geldbuße von <b>bis zu EUR 50.000</b> belegt werden</li><li>▪ Keine Differenzierung zwischen juristischen und natürlichen Personen</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Verstoß gegen Art. 18 MAR<ul style="list-style-type: none"><li>➤ <b>Mindesthöchstgrenze</b> für natürliche Personen auf <b>EUR 500.000</b> erhöht</li><li>➤ <b>Mindesthöchstgrenze</b> für juristische Personen auf <b>EUR 1 Mio.</b> erhöht</li></ul></li></ul>

# III. Führung von Insiderlisten

## Verwaltungsrechtliche Sanktionen

- **Umfassender Katalog** von Befugnissen zur Verhängung von **verwaltungsrechtlichen Sanktionen**; vgl. dazu grds. bereits Abschnitt II
- **Neu**: Veröffentlichung der Sanktion (*naming and shaming*) nun bereits **vor Rechts- oder Bestandskraft**; Betroffene müssen jedoch vorab über Veröffentlichung informiert werden (Art. 34 Abs. 1 MAR)

## IV. Directors' Dealings

### Eigengeschäfte / Managers' Transactions (Art. 19 MAR)

- Geschäfte von Führungskräften mit insbes. FIs "ihres" Emittenten
- Wie auch im Rahmen der Pflicht zur Führung von Insiderlisten **erweitert** Art. 19 Abs. 4 b) MAR den Begriff des Emittenten um die Zulassung bei **MTF** und **OTF** (bei geregelter Markt und MTF genügt auch bereits Beantragung der Zulassung) **auf Initiative** des Emittenten (s.o.)
- **Personeller Anwendungsbereich:** Ähnlich wie § 15a WpHG
  - Personen, die **Führungsaufgaben wahrnehmen** (Mitglieder von Vorstand, Verwaltungsorgan, Aufsichtsrat, pHG und (selten) Personen, die befugt sind, wesentliche unternehmerische Entscheidungen des Emittenten zu treffen und regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen haben)
  - Personen, die in **enger Beziehung** zu vorstehenden Personen stehen (Def. in Art. 3 Abs. 1 Nr. 26 MAR)
- **Neu:** Emittent muss **fortlaufend Liste** der betroffenen Personen führen (Art. 19 Abs. 5 MAR) ("FK-Liste") → heikel bzgl. **nahestehender Personen**, bei denen Führungskräfte Veränderungen melden müssen

# IV. Directors' Dealings

## Bagatellgrenze

§ 15a WpHG	Art. 19 Abs. 8 und 9 MAR
Bagatellgrenze bei EUR 5.000 p.a.	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Bagatellgrenze bei EUR 5.000 p.a.</li><li>▪ Keine Vollharmonisierung – nationale Behörden können Schwelle auf bis zu EUR 20.000 p.a. <u>anheben</u> (D: wohl wahrscheinlich)</li><li>▪ ESMA wird die nationalen Schwellenwerte auf ihrer Website veröffentlichen</li></ul>

**Ermittlung, ob Schwellenwert erreicht ist, erfolgt durch Addition der absoluten Werte – Saldierung der Transaktionen ist unzulässig**

- Transaktionen bis zur Erreichung des Schwellenwertes bleiben **unberücksichtigt** (vgl. Final Report der ESMA v. 3. Februar 2015)

## Belehrungspflichten

- Emittent muss Führungskräfte **schriftlich über ihre Pflichten belehren**
- Relevante Führungskräfte trifft **entsprechende Aufklärungspflicht gegenüber in enger Beziehung stehenden Personen**. Darauf sollten sie hingewiesen werden.



# IV. Directors' Dealings

## Erfasste Finanzinstrumente

§ 15a WpHG	§ 19 Abs. 1 MAR
<ul style="list-style-type: none"><li>▪ <b>Aktien</b> des Emittenten und sich <b>darauf</b> beziehende Finanzinstrumente</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Geschäfte mit <b>Aktien</b> des Emittenten / <b>damit</b> verbundenen FIs</li><li>▪ Geschäfte mit <b>Schuldtiteln – neu</b></li><li>▪ Geschäfte mit <b>Emissionszertifikaten</b></li><li>▪ <b>Keine Vollharmonisierung, sondern Öffnungsklausel lässt Raum für strengere nationale Vorschriften</b></li></ul>

# IV. Directors' Dealings

## Erweiterung meldepflichtiger Eigengeschäfte

§ 15a WpHG	Art. 19 Abs. 1, Abs. 7 MAR
<p>Vom Begriff des "Eigenen Geschäfts" <b>ausgenommen</b> sind jedoch:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Verpfändungen / Sicherungsübertragungen (Emi-LF Ziff. V.3.7.13)</li><li>▪ Schenkungen, Erbschaften (Emi-LF Ziff. V.2.2)</li><li>▪ Erwerb / Gewährung auf arbeitsvertraglicher Grundlage (Emi-LF Ziff. V.2.2, V.3.7.1.1)</li></ul>	<p>"Jedes Eigengeschäft", darunter fallen nun <b>auch</b>:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>▪ Verpfändungen (Art. 19 Abs. 1, Abs. 7 lit. a) sowie Erwägungsgrund 58 Satz 3); mit <b>Ausnahme</b> von Sicherungsgeschäften für spezifische Kreditfazilität <u>und</u> Pfandrecht nach Banken-AGB bei Depotverwahrung</li><li>▪ Schenkungen, Erbschaften (Final Report der ESMA v. 3. Februar 2015)</li><li>▪ Geschäfte eines Vermögensverwalters, auch wenn dieser <b>eigenes Ermessen</b> ausübt – <b>bislang str.</b></li><li>▪ Geschäfte einer <b>Lebensversicherung</b>, bei denen die Führungskraft das Investitionsrisiko trägt und zu Investitionsentscheidungen befugt ist – <b>neu</b></li><li>▪ Zeichnung von Aktien</li><li>▪ Annahme und Ausübung von Optionen</li></ul>

# IV. Directors' Dealings

## Meldefrist der Führungskraft ggü. dem Emittenten

§ 15a WpHG	§ 19 Abs. 1 MAR
Meldefrist: Innerhalb von <u>fünf Werktagen</u> ab dem Geschäft	Meldefrist: Unverzüglich, spätestens nach <u>drei Geschäftstagen</u> nach dem Datum des Geschäfts

## Meldefrist ggü. Aufsichtsbehörde (BaFin)

§ 15a WpHG	§ 19 Abs. 2 MAR
Meldefrist: innerhalb von <u>fünf Werktagen</u> ab der Meldung	Meldefrist: Innerhalb von <u>drei Arbeitstagen</u> nach dem Datum des Geschäfts

- MAR verwendet tatsächlich die beiden unterschiedlichen Begriffe Geschäftstage und Arbeitstage, von denen keiner definiert ist → Unsicherheit v.a. im Umgang mit Samstagen

## IV. Directors' Dealings

### Veröffentlichungsfrist des Emittenten

- **Unverzüglich** nach Meldung der Führungskraft in nicht diskriminierender Art und Weise
- Aber spätestens innerhalb von **drei Arbeitstagen** nach dem **Geschäft** (Art. 19 Abs. 3 MAR)
- ➔ **Praktische Umsetzbarkeit** der Pflicht zur fristgemäßen Veröffentlichung durch den Emittenten **problematisch**, wenn **Führungskraft** die ihr eingeräumte **Meldefrist voll ausnutzt**. Emittenten sollten auf frühzeitige Meldungen dringen.
- Nationales Recht kann aber auch vorsehen, dass die Behörde für die Veröffentlichung zuständig ist

# IV. Directors' Dealings

## Vorgaben durch die Technischen Standards von ESMA

### ▪ Meldung der Transaktion

- **Zwingende Verwendung des Templates** (Annex zu Annex XIV des Final Reports, dazu unten)
- Übermittlung soll durch sichere elektronische Mittel erfolgen. Behörde muss auf ihrer Website erlaubte Kommunikationsmittel spezifizieren
- Einzelne Geschäfte können in einer gemeinsamen Meldung aufgeführt werden, wenn die Einhaltung der Meldefrist gewährleistet ist
- Unter bestimmten Voraussetzungen ist **zusätzlich** zu Einzeldarstellung auch eine Darstellung in **aggregierter** Form erforderlich, um der Öffentlichkeit eine umfassende Übersicht zu ermöglichen (gleiches FI, gleichartige Transaktion am gleichen Tag und auf dem gleichen Handelsplatz)

# IV. Directors' Dealings

- **Neu:** Angabe des LEI (**Legal Entity Identifier Code**) des Emittenten nach ISO 1744 erforderlich
  - Durch Registrierung von juristischen Personen, die an Finanztransaktionen beteiligt sind, sollen Verbindungen zwischen Marktteilnehmern offengelegt werden
  - Leichtere Bewertung der Risikoexposition soll ermöglicht werden
  - Registrierung unter <https://www.geiportal.org/> möglich
  - Übersicht über nationale Vergabestellen: <https://www.gleif.org/en/services/lou-services/issue-new-lei>
- Viele Pflichtangaben sind **in bestimmten Formaten** gem. MiFIR und deren Umsetzungsakten etc. vorzunehmen → vom Laien ohne Hilfe quasi nicht zu bewältigen!
- **Veröffentlichung durch Emittenten**
  - Wie Veröffentlichung von Insiderinformationen
  - Kompletter Inhalt des Templates muss veröffentlicht werden, nicht wie ursprünglich vorgesehen nur ein Teil

# IV. Directors' Dealings

## Notwendige Angaben

(vgl. abschließende Liste des Art. 19 VI MAR und Template im Annex zu Annex XIV des Final Reports der ESMA)

- Name
  - Vor- und Nachname bei natürlicher Person
  - Bei juristischer Person voller Name, Rechtsform wie im Handelsregister eingetragen
- Grund der Meldung
  - Position/Status der Person
  - Neue Meldung oder Berichtigung?
- Angaben über den Emittenten
  - Name
  - LEI Code
- Details der Transaktion
  - Muss für jedes Finanzinstrument, jede Art der Transaktion, jedes Datum und jeden Ort, an dem die Transaktion durchgeführt wurde, wiederholt werden
  - Beschreibung des Finanzinstruments und Identifikationscode (MiFIR)
  - Art der Transaktion (Bezeichnung gem. Art. 19 Abs. 7 MAR plus delegiertem Rechtsakt)
  - Preis und Menge/Volumen (MiFIR)
  - Ggf. Darstellung in aufsummierter Form (s.o.) (MiFIR)
  - Datum (nach ISO 8601: YYYY-MM-DD, UTC) der Transaktion
  - Ort der Transaktion (MiFIR)

# IV. Directors' Dealings

## Rechtsfolgen bei Verstoß

Keine Vollharmonisierung durch MAR, aber recht detaillierte und ausdifferenzierte Mindestvorgaben an den nationalen Gesetzgeber

## Bußgeld

§ 39 WpHG	Art. 30 Abs. 2 lit. i) iii) und j) iii) MAR
<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Vorsätzliche oder leichtfertige Verstöße gegen § 15a WpHG können mit einer Geldbuße von <b>bis zu EUR 100.000</b> belegt werden</li><li>▪ Keine Differenzierung zwischen juristischen und natürlichen Personen</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Verstoß gegen Pflicht im Zusammenhang mit Eigengeschäften nach Art. 19 MAR<ul style="list-style-type: none"><li>➤ <b>Mindesthöchstgrenze</b> für natürliche Personen auf <b>EUR 500.000</b> erhöht</li><li>➤ <b>Mindesthöchstgrenze</b> für juristische Personen auf <b>EUR 1 Mio.</b> erhöht</li></ul></li></ul>



# IV. Directors' Dealings

## Verwaltungsrechtliche Sanktionen

- **Umfassender Katalog** von Befugnissen zur Verhängung von verwaltungsrechtlichen Sanktionen und Ausübung von Ermittlungsrechten der zuständigen nationalen Behörden in z.B. **Art. 30 MAR**; *vgl. dazu ausführlich unter Pflicht zur Führung von Insiderlisten*

## V. Closed Periods – Handelsverbot (Art. 19 Abs. 11 MAR)

- **Neu** geregelt wird ein **umfassendes Handelsverbot** für Führungskräfte während eines spezifischen **Zeitfensters**
- **Personeller Anwendungsbereich**
  - Ausschließlich Führungskräfte
  - **Nicht** in enger Beziehung stehende Personen
- **Sachlicher Anwendungsbereich**
  - Eigengeschäfte oder Geschäfte für Dritte als Organ, Bevollmächtigter etc.
    - *Pr.: Ist auch der Emittent Dritter?* Würde Kapitalerhöhungen, Rückkäufe und Begebung von Anleihen etc. erfassen, bei denen Vorstand für Emittenten handelt.
  - Anteile, Schuldtitel oder andere damit im Zusammenhang stehende FI des Emittenten

## V. Closed Periods – Handelsverbot (Art. 19 Abs. 11 MAR)

- Zeitlicher Anwendungsbereich
  - **30 Kalendertage** vor Ankündigung [*Anm.: Wortlaut der dt. Übersetzung irreführend; gemeint wohl „ vor Veröffentlichung“*] eines Zwischenberichts oder Jahresabschlusses, zu deren Veröffentlichung der Emittent verpflichtet ist
  - Erfasst sind neben gesetzlichen Pflichten auch von Börsenordnungen geforderte Quartalsberichte – vgl. Diskussion um Prime Standard.
  - **Irrelevant** sind dagegen vorläufige Ergebnisse und Zeitraum einer Selbstbefreiung. Dort gilt allgemeines Insiderrecht
  - Problem: Änderung des angekündigten Veröffentlichungsdatums

## V. Closed Periods - Handelsverbot

- Folgende **Ausnahmen** sind vorgesehen, die **durch den Emittenten gewährt** werden können (Art. 19 Abs. 12 MAR):
  - **Außergewöhnliche Umstände** wie z.B. Notverkäufe i.S.v. schwerwiegenden finanziellen Schwierigkeiten der Betroffenen, die Veräußerung erforderlich machen
  - **Geschäftsbedingte Umstände** wie z.B. Belegschaftsaktienoptionsprogramme
  - Nach ESMA Final Report v. 3. Februar 2015 muss Führungskraft darlegen und beweisen, dass das Geschäft **nicht außerhalb der Closed Period** vorgenommen werden kann
  - Beachtung von allgemeinen Insider- und Marktmanipulationsregeln (Art. 14 und 15 MAR) bleibt dadurch **unberührt**

## V. Closed Periods – Handelsverbot

- **Kompetenz** für Ausnahmenentscheidung durch Emittent bei **Aufsichtsrat** im Verhältnis zu Vorstandsmitgliedern, **ansonsten** der **Vorstand**
- Regelungssystematik hinsichtlich Kompetenz für Dispensentscheidung im internationalen Vergleich **ungewöhnlich** – üblicherweise ist der **Börsenbetreiber** und nicht Emittent **dispensbefugt**