

# **Last Call Marktmissbrauchsverordnung**

**Frankfurt, 24. Mai 2016**

**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
- VI. Verbot der Marktmanipulation
- VII. Marktsondierungen

# 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

- Baldiges Inkrafttreten MAR: Inzwischen zahlreiche **Durchführungsrechtsakte & delegierte Rechtsakte**
- Inkrafttreten am 3. Juli 2016 zusammen mit MAR
- Finale Entwürfe der Technischen Standards durch ESMA konkretisieren Vorgaben durch MAR weiter, werden in naher Zukunft in weiteren Durchführungsverordnungen umgesetzt werden
- Daneben: Leitlinien & Empfehlungen
  - **Faktische Bindungswirkung** gegenüber nationalen Behörden durch *Comply-or-Explain*-Mechanismus
- Weitere Themen, die heute den Rahmen sprengen würden, u.a.:
  - Insiderhandel (auch Stornierung einer Order)
  - Safe Harbour für Aktienrückkäufe

# Rechtsquellen Marktmissbrauchsregime

(nach Lamfalussy-Verfahren)

## Level 1

MAR

Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (CRIM-MAD)

## Level 2 (Art. 290, 291 AEUV)

Umsetzung des Entwurfs der Technischen Standards der ESMA

Maßgeblich für die heutigen Themen sind:

- Delegierte Verordnung der Kommission vom 17. Dezember 2015
- Durchführungsverordnung EU 2016/347 der Kommission v. 10. März 2016 (Insiderlisten, Inkrafttreten am 3. Juli 2016 mit MAR)
- Durchführungsverordnung EU 2016/523 der Kommission v. 10. März 2016 (Format der Meldung von Eigengeschäften von Führungskräften, Inkrafttreten 3. Juli 2016)

## Level 3

ESMA Empfehlungen/Leitlinien

- Consultation Paper v. 28.01.2016 „Draft Guidelines on the Market Abuse Regulation“
- 3 Guidelines in Planung

## Level 4

Kontrolle der nationalen Behörden durch ESMA

## Nationale Ebene

- Regierungsentwurf für ein 1. Finanzmarktnovellierungsgesetz
- Erläuterungen der Verwaltungspraxis durch die BaFin (Neuentwurf Emittentenleitfaden geplant)

## 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

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

- 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
- Erwägungsgrund 28: Analysen und Bewertungen, die aufgrund **öffentlich verfügbarer Angaben** erstellt wurden, sind **keine Insiderinformationen** (→ gilt nur bei Ausschließlichkeit!)
- **Erkennbarkeit der Richtung** einer potenziellen Kursbeeinflussung nicht erforderlich (EuGH Entscheidung „Lafonta“)
- Antizipiertes „Herdenverhalten“ kann miteinbezogen werden

## 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

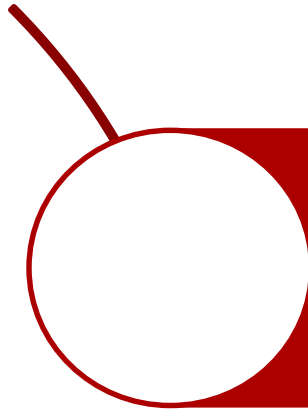
### Vorgaben durch Art. 17 MAR

- Anzeige- und Aufbewahrungspflicht von 5 Jahren

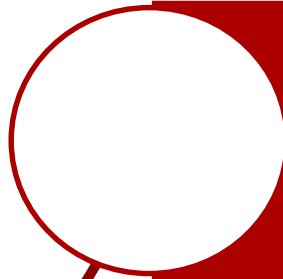
### Vorgaben durch Art. 3 TS-Entwurf

- 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**

➔ **ESMA wird in Art. 17 XI MAR zur Erstellung einer indikativen Liste der „berechtigten Interessen“ und der Fälle, in denen der Aufschub geeignet ist „die Öffentlichkeit irrezuführen“, im Rahmen von Leitlinien ermächtigt**

# Aufschub auf eigene Verantwortung

- Ein „berechtigtes Interesse“ des Emittenten liegt nach dem Konsultationspapier der ESMA zu diesen Leitlinien in den folgenden, nicht abschließenden Fällen vor:
  - Der Emittent führt Verhandlungen, deren Ergebnis wahrscheinlich durch die sofortige Veröffentlichung der Information gefährdet werden würde (laut der ESMA fallen hierunter i.d.R. M&A Transaktionen)
  - Die finanzielle Überlebensfähigkeit des Emittenten ist in schwerwiegender und unmittelbarer Gefahr (auch wenn die jeweiligen Insolvenzvorschriften noch nicht anwendbar sind) und die sofortige Veröffentlichung würde die Interessen der aktuellen und potenziellen Aktionäre erheblich beeinträchtigen, sodass der Abschluss von Verhandlungen, die die wirtschaftliche Erholung des Emittenten absichern sollen, gefährdet werden würde

# Aufschub auf eigene Verantwortung

- Der Emittent hat ein Produkt oder eine Erfindung entwickelt und die sofortige Veröffentlichung würde die IP Rechte des Emittenten gefährden
- Der Emittent plant den Erwerb oder die Veräußerung einer Mehrheitsbeteiligung an einer anderen Gesellschaft und die Veröffentlichung dieser Information würde den Abschluss der Transaktion gefährden
- Eine bereits angekündigte Transaktion ist von der Zustimmung einer öffentlichen Behörde abhängig und diese Zustimmung ist von weiteren Bedingungen abhängig, wobei die Veröffentlichung dieser Bedingungen wahrscheinlich die Fähigkeit des Emittenten diese Bedingungen zu erfüllen beeinflussen würde und damit den endgültigen Erfolg der Transaktion gefährden würde (z.B. Verpflichtung durch das Bundeskartellamt Geschäftseinheiten vor der Freigabe einer Transaktion zu verkaufen)

# Aufschub auf eigene Verantwortung

Steht die Insiderinformation im Zusammenhang

- mit **Entscheidungen**, die durch das **Leitungsorgan** getroffen wurden oder
- **Verträgen**, die durch das **Leitungsorgan** eingegangen worden sind und die nach dem Recht des jeweiligen Mitgliedsstaats oder der Geschäftsordnung des Emittenten der **Zustimmung** eines anderen Organs zu ihrer Wirksamkeit bedürfen,

so kann ein berechtigtes Interesse nach dem Konsultationspapier nur unter den folgenden **kumulativen Voraussetzungen** angenommen werden:

- unverzügliche Veröffentlichung der Information bevor solch eine endgültige Zustimmung die korrekte Bewertung der Information durch die Öffentlichkeit gefährden würde

# Aufschub auf eigene Verantwortung

- eine Ankündigung, dass eine solche Zustimmung noch aussteht, würde die Entscheidungsfreiheit des anderen Organs gefährden
  - der Emittent hat dafür Sorge getragen, dass die Entscheidung des anderen Organs wenn möglich an dem selben Tag erfolgt
  - es wird erwartet, dass die Entscheidung des Organs von der Entscheidung des Leitungsorgans abweicht; das ist z.B. nicht der Fall, wenn dieses Organ durch dieselben Aktionäre besetzt ist, die auch Teil des Leitungsorgans sind oder wenn dieses Organ bisher ständig den Entscheidungen des Leitungsorgans bei ähnlichen Themen zugestimmt hat
- ➔ Erhebliche Einschränkung der Selbstbefreiungsmöglichkeit bei ausstehender Aufsichtsratszustimmung



# Aufschub auf eigene Verantwortung

- Nach dem Konsultationspapier kann eine **Irreführung der Öffentlichkeit** zumindest in folgenden Situationen angenommen werden:
  - Die Insiderinformation, deren Veröffentlichung aufgeschoben werden soll, weicht wesentlich von einer früheren öffentlichen Ankündigung des Emittenten bezüglich der Angelegenheit, auf die sich die Information bezieht, ab
  - Die Insiderinformation betrifft die Tatsache, dass die finanziellen Ziele des Emittenten wahrscheinlich nicht erreicht werden, wenn solche Ziele vorher öffentlich bekannt gegeben worden sind
  - Die Insiderinformation ist konträr zu den Markterwartungen, wenn solche Markterwartungen auf Zeichen des Emittenten gestützt sind, die der Emittent vorher gesetzt hat

# Aufschub auf eigene Verantwortung

- ➔ Anders als früher genügt eine No-Comment-Policy nicht mehr, sondern Kriterium ist echte Einschränkung
- ➔ Emittent sollte im Rahmen seiner Kommunikationspolitik schon beachten, welche Erwartungen er durch seine Aussagen weckt, um sich spätere Selbstbefreiungsmöglichkeit nicht zu verbauen
- Es empfiehlt sich offene Formulierungen zu nutzen, die klarmachen:
  - Es handelt sich nur um eine Momentaufnahme
  - Zukunftsprognosen sind von vielen Faktoren abhängig, die sich ändern können
- Manches sollte evt. schlicht gar nicht kommentiert werden, wenn man spätere kursrelevante Abweichungen für möglich hält

# Aufschub auf eigene Verantwortung

- 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!
- Insgesamt würde die Selbstbefreiungsmöglichkeit erheblich eingeschränkt! Daher Kritik u.a. des DAI – Ausgang offen.

# 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 aufchieben")

# 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.)
- Jedoch **keine Maximaldauer** des Aufschubs, wenn die Voraussetzungen für einen solchen weiterhin vorliegen, was bei komplexen Vorgängen auch relativ lang der Fall sein kann

# 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

- **Zuständige Behörde,**

(Artikel 6 der Verordnung der Kommission vom 17.12.2015)

Richtet sich danach

- in welchem Mitgliedstaat der Emittent registriert ist und
- an welchen Handelsplätzen seine Dividendenwerte zugelassen sind, eine solche Zulassung beantragt wurde oder seine Dividendenwerte mit seinem Einverständnis gehandelt werden

# 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)
  - Gesetzesentwurf der Bundesregierung v. 15.01.2016 geht nicht über Mindestvorgabe hinaus, sondern legt dieselben Werte als Höchstmaß fest
  - Verstoß gegen Ad hoc-Vorschriften wird im aktuellen Gesetzesentwurf – anders als ein Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot – als Ordnungswidrigkeit gewertet
  - Nach dem Entwurf genügt leichtfertiges Handeln

# Rechtsfolgen bei Verstoß gegen Ad hoc-Vorschriften

- **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, aktueller Entwurf der Bundesregierung v. 15.01.2016 sieht keine Änderungen vor

# 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 evt. **alle Mitarbeiter** des Beraters einzutragen (organisatorischer Aufwand)? BaFin erwägt aber weiterhin Erleichterungen.

# III. Führung von Insiderlisten

## Generelle Pflicht – Inhalt

- Art. 18 Abs. 3 und 4 MAR gibt Mindestumfang vor, ergänzt durch Durchführungsverordnung EU 2016/347 v. 10.03.2016 (s.u.)
- **Neu:** Projekt-/ ereignisbezogene Liste ist obligatorisch, Art. 2 VO 2016/347 Abs. 1
  - „Ereignis“ ist Entstehen der Insiderinformation
- Führen permanenter (funktionsbezogener) Insiderlisten ist weiterhin freiwillig möglich, aber nicht mehr ausreichend
  - Angaben zu diesen Personen dann in projekt-/ereignisbezogener Liste nicht mehr nötig, Art. 2 VO 2016/347
- Art. 18 Abs. 4 MAR: Aktualisierungspflicht bei Änderungen
- Zugang zur Liste soll möglichst beschränkt werden, da auch deren Inhalt insiderrelevant sein kann, Art. 2 Abs. 4 VO 2016/347

# III. Führung von Insiderlisten

## Konkrete Vorgabe des Formats

- Verpflichtender Teil: Anhang I, Vorlage 1 der VO 2016/347 ist **zwingend** für die Insiderliste zu verwenden!
- Freiwillige permanente Liste: Anhang I, Vorlage 2 der VO 2016/347
- Alle älteren Versionen der Insiderliste müssen abrufbar sein, Art. 2 Abs. 4 lit c) VO 2016/347, Aktualisierung bei BaFin Anfrage ist keine Option
- VO gibt Sprache zur Abfassung nicht vor



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

§ 14 WpAIV	§ 18 III MAR und VO 2016/347
<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>Vollständige Privatanschrift (Straße, Hausnr., PLZ, Stadt, Land)</li> <li>Name und Anschrift des Unternehmens</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Grund für die Aufnahme</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Funktion</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 Erlangung des Zugangs zu 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>Dienstliche 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, in Deutschland wohl nicht relevant)</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 vorgesehen 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>▪ Es ist anzunehmen, dass Ausnahme entfällt. Art. 18 Abs. 1 lit. a) MAR nennt „Buchhalter“ als Aufzunehmende. Andere Sprachfassungen sind aber weiter.</li><li>▪ Emittenten von FIs, die an <b>KMU-Wachstumärkten</b> zugelassen sind, wenn Emittent <b>sicherstellt</b>, dass<ul style="list-style-type: none"><li>➤ Personen mit Zugang zu Insiderinformationen insiderrechtliche Pflichten <b>anerkennen</b> und sich der <b>Sanktionen bewusst</b> sind und</li><li>➤ 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)

# III. Führung von Insiderlisten

- ➔ Im Ergebnis **nur geringer Deregulierungseffekt** durch Ausnahme zu erwarten, da wohl stets **Schattenliste** zu führen sein wird (Anhang II der VO 2016/347)
- ➔ Aber: Nicht zur Vorlage bestimmter **personenbezogener Daten** verpflichtet, wenn diese Daten den betreffenden Emittenten zum Zeitpunkt der Anforderung der Insiderliste nicht vorliegen, Erwägungsgrund 9 der VO 2016/347

# 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><li>➤ Aktueller Gesetzesentwurf der Bundesregierung übernimmt diese Werte und geht nicht über Mindestvorgaben hinaus, Ahndung als OWi</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</b> – neu</li><li>▪ Geschäfte mit <b>Emissionszertifikaten</b></li><li>▪ <b>Keine Vollharmonisierung, sondern Öffnungsklausel</b> lässt Raum für strengere nationale Vorschriften</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 (Art. 10 II lit k) Verordnung der Kommission v. 17.12.2015)</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><li>▪ Detaillierte Auflistung der meldepflichtigen Eigengeschäfte nunmehr in <b>Art. 10 II</b> der Verordnung der Kommission v. 17.12.2015</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** (Durchführungsverordnung 2016/523 v. 10.03.2016, dazu unten)
- Übermittlung soll durch sichere elektronische Mittel i.S.v. Art. 1 der VO 2016/523 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 der Durchführungsverordnung 2016/523)

- 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?; Erläuterung des Fehlers
- Angaben über den Emittenten
  - Name
  - LEI Code
- Details des Geschäfts
  - Muss für jedes Finanzinstrument, jede Art von Geschäft, jedes Datum und jeden Ort, an dem das Geschäft durchgeführt wurde, wiederholt werden
  - Beschreibung des Finanzinstruments und Identifikationscode (MiFIR)
  - Art des Geschäfts (Bezeichnung gem. Art. 19 Abs. 7 MAR plus Art. 10 der delegierten VO 2016/522)
  - 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><li>➤ Aktueller Gesetzesentwurf der Bundesregierung übernimmt diese Werte, Qualifikation als OWi</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 Artikel 7 der Verordnung der Kommission vom 17.12.2015 muss die 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**

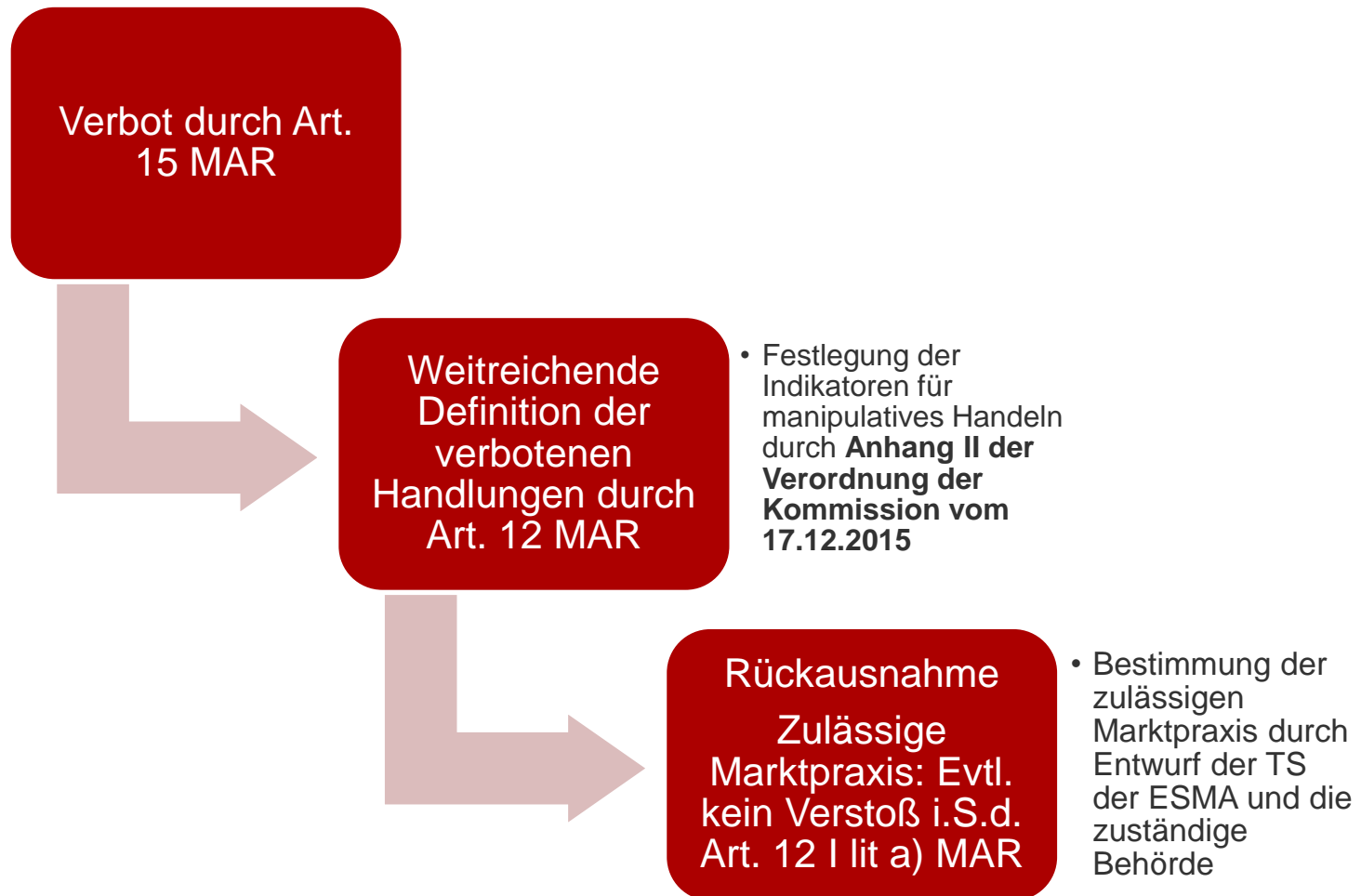
## V. Closed Periods – Handelsverbot

- **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**
- **Begründeter schriftlicher Antrag** zur Dispensentscheidung nötig, Art. 7 II der Verordnung der Kommission vom 17.12.2015

# V. Closed Periods - Handelsverbot

- **Fallspezifische Bewertung** des Antrags notwendig
- **Nicht abschließende Auflistung** der möglichen Gründe für eine Dispensentscheidung wurde nun detailliert in **Art. 7 ff.** der Verordnung der Kommission vom 17.12.2015 niedergelegt
- Umstände sind außergewöhnlich i.S. dieser neuen Verordnung, wenn sie
  - äußerst dringend, unvorhergesehen und zwingend sind,
  - nicht von der Person, die Führungsaufgaben wahrnimmt, verursacht worden sind und
  - sich der Kontrolle dieser Person entziehen

# VI. Verbot der Marktmanipulation





# VI. Verbot der Marktmanipulation

- Im Rahmen des Art. 15 MMVO ist nach Art. 12 MMVO jede Handlung verboten, die:
  - falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots, der Nachfrage oder des Preises gibt oder bei der dies wahrscheinlich ist
  - ein anormales oder künstliches Kursniveau sichert oder bei der dies wahrscheinlich ist
  - die unter Vorspiegelung falscher Tatsachen oder unter Verwendung sonstiger Kunstgriffe oder Formen der Täuschung den Kurs beeinflusst oder hierzu geeignet ist (grob vereinfacht)

# VI. Verbot der Marktmanipulation

- **Verboten** ist außerdem
  - die Verbreitung von Informationen, die dazu führt dass die vorstehenden Tatsachen und Wirkungen eintreten
  - unter bestimmten Voraussetzungen die Manipulation eines Referenzwertes

# VI. Verbot der Marktmanipulation

- Definition der **Indikatoren für manipulatives Handeln** durch Anhang I MAR und Anhang II der Verordnung der Kommission v. 17.12.2015
- Verwendung handelsüblicher Termini für Beschreibung der verbotenen Handelspraktiken
- Verboten sind demnach insbesondere:
  - Ping order
  - Phishing
  - Trash and cash
  - Pump and dump
  - Painting the tape

# VI. Verbot der Marktmanipulation

- Keine Marktmanipulation nach Art. 12 I lit a) MAR, wenn Handlung im Einklang mit der **zulässigen Marktpraxis**
- Diese wird gem. Art. 13 II MAR durch die zuständige **nationale Behörde** festgelegt
- Entwurf der **Delegierten Verordnung** der Kommission v. 26. Februar 2016 bestimmt **Kriterien zur Festlegung** der zulässigen Marktpraxis

# VII. Marktsondierungen

- **Problem:** Marktsondierung wird als wichtiges Werkzeug zur Beurteilung der Meinung potenzieller Anleger, zur Intensivierung des Dialogs mit den Anteilseignern und zur Sicherstellung des reibungslosen Ablaufs von Geschäften gesehen, Erwägungsgrund 32 ff. MAR
- ➔ Stärkt somit ordnungsgemäßes Funktionieren der Märkte
- Bedeutet jedoch oft gleichzeitig Offenlegung von Insiderinformationen und Beeinflussung des Marktes

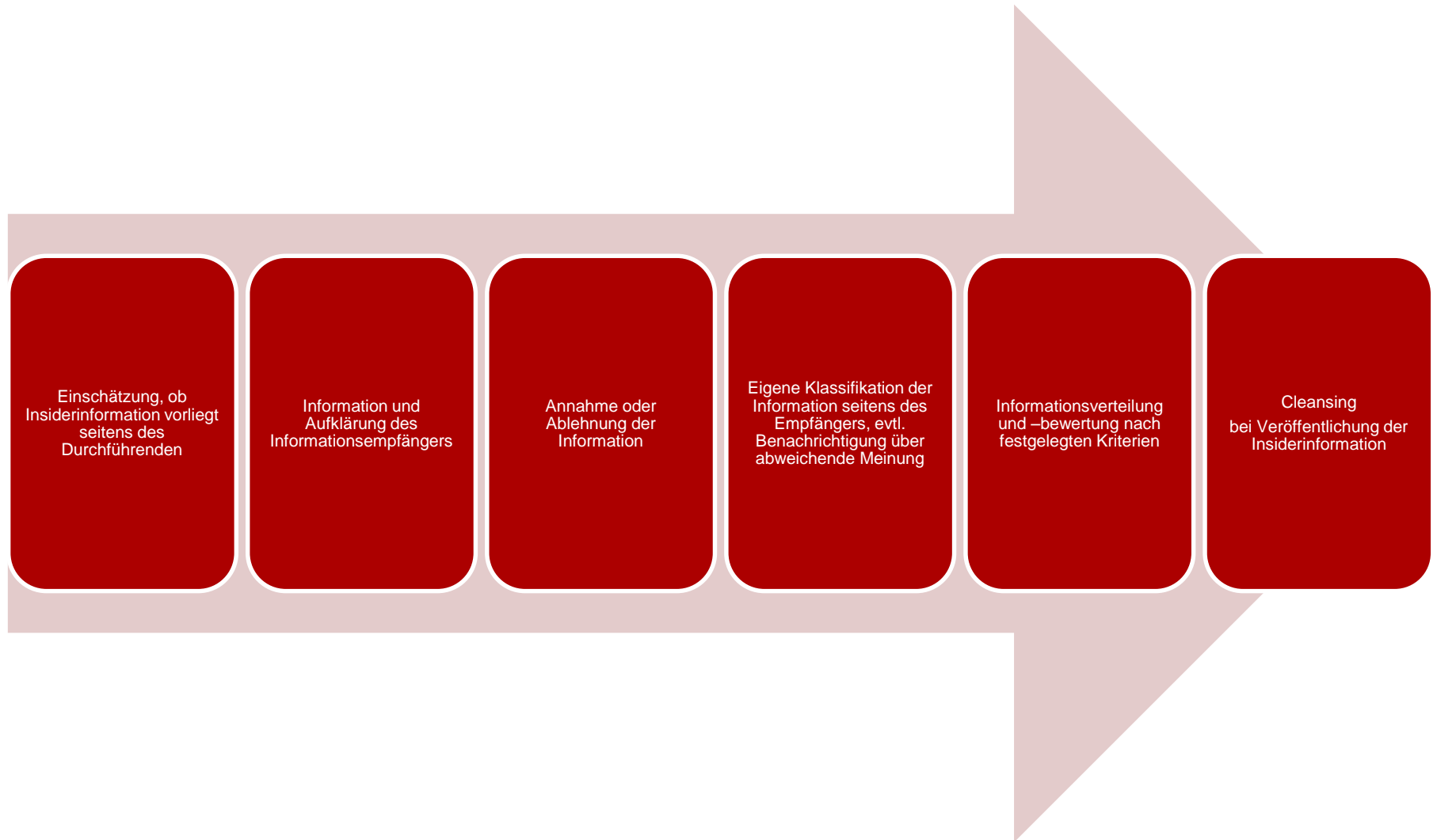
# VII. Marktsondierungen

- Art. 11 MAR schafft Spielregeln, um dieses Spannungsverhältnis aufzulösen
- Bei Einhaltung der vorgeschriebenen Pflichten wird die Offenlegung als *im Zuge der Arbeit, des Berufs oder der Aufgaben des Offenlegenden getätigt* angesehen
- ➔ Genaue Bedeutung auf Rechtsfolgenseite noch unklar
- Definition nach Art. 11 I S.1 MAR: *Übermittlung von Informationen vor der Ankündigung eines Geschäfts an einen oder mehrere **potenzielle Anleger**, um das Interesse von potenziellen Anlegern an einem möglichen Geschäft und dessen Bedingungen wie seinem Umfang und seiner preislichen Gestaltung abzuschätzen*

# VII. Marktsondierungen

- Zahlreiche Dokumentations- und Aufklärungspflichten
- Wichtige Neuerung durch MAR: Anwendungsbereich wird auf **potentielle Käufer** ausgedehnt, Art. 11 II MAR
- Keine abschließende Regelung, weitere Fälle der Marktsondierung unterliegen Kriterien in Grøngaard & Bang
  - *„zur Auftrags Erfüllung unerlässlich und verhältnismäßig“*
  - z.B. Marktsondierung bei Großaktionär/-anleihegläubiger vor wesentlichen Strukturentscheidungen oder bei Anfragen zur Finanzierungsunterstützung

# Ablauf der Marktsondierung nach MAR





## VII. Marktsondierungen

- Offenlegender Marktteilnehmer muss vor der Durchführung entscheiden, ob durch die Marktsondierung eine Offenlegung von Insiderinformationen droht
- Einschätzung des Marktteilnehmers hierzu ist schriftlich festzuhalten
- Diese muss der zuständigen Behörde auf Anfrage vorgelegt werden können

# VII. Marktsondierungen

- Entwurf der Technischen Standards der ESMA:
  - Offenlegende Marktteilnehmer sollen einen bestimmten Verfahrensablauf zur Durchführung von Marktsondierungen festlegen (nach dem Konsultationspapier der ESMA sollen Aufzeichnungen hierzu 5 Jahre aufbewahrt werden)
  - Regelt genauen Inhalt der Dokumentationspflichten
  - Legt Datensatz fest, der Interessenten standardmäßig übermittelt werden soll

# VII. Marktsondierungen

## Notwendiger Inhalt der Information und Aufklärung des Empfängers der Marktsondierung

- Zustimmung zum Erhalt einer Insiderinformation
- Nutzung und Versuch der Nutzung der Insiderinformation in Form des Erwerbs oder der Veräußerung von Finanzinstrumenten, auf die sich diese Informationen beziehen, ob direkt oder indirekt, für eigene Rechnung oder für die Rechnung Dritter, sind untersagt
- Nutzung und Versuch der Nutzung in Form der Stornierung oder Änderung eines bereits erteilten Auftrags in Bezug auf das Finanzinstrument, auf das sich diese Informationen beziehen, sind untersagt
- Verpflichtung zur Wahrung der Vertraulichkeit der Information

# VII. Marktsondierungen

- Trotzdem eigene Einschätzung des Empfängers, ob es sich um eine Insiderinformation handelt, nötig
- Derzeitige Vorschläge der ESMA (Konsultationspapier vom 28.01.2016):
  - Grundlage der Entscheidung sind alle dem Empfänger zugänglichen Informationen
  - Empfänger der Information soll den die Marktsondierung durchführenden Marktteilnehmer nach einer ersten Kontaktaufnahme informieren, wenn er generell oder für bestimmte Transaktionsarten keine weitere Informationsübermittlung wünscht

## VII. Marktsondierungen

- Empfänger soll bestimmte Kontaktperson und –punkt zum Empfang von Informationen designieren und bestimmten Ablauf zur Informationsverteilung und –bewertung festlegen
- Klassifiziert der Empfänger die Information - anders als der durchführende Marktteilnehmer – (nicht) als Insiderinformation, so soll er diesen hiervon nur in Kenntnis setzen, wenn er keine anderen Informationen hat, auf die er diese Bewertung stützt
- Empfänger muss Protokoll der Marktsondierung des Durchführenden unterzeichnen, wenn er mit dessen Inhalt einverstanden ist

# VII. Marktsondierungen

## **Aufzeichnungspflichten des Empfängers der Marktsondierung (Aufbewahrungspflicht von 5 Jahren, dauerhaftes Medium)**

- Benachrichtigung an den die Marktsondierung Durchführenden, dass eine Übermittlung weiterer Marktsondierungen generell oder für bestimmte Transaktionsarten nicht gewünscht wird
- Die selbstständige Einschätzung des Empfängers der Marktsondierung, ob und wann er Kenntnis von einer Insiderinformation hat und die Begründung der Einordnung als Insiderinformation / nicht insiderrelevant
- Die von der Einschätzung des Durchführenden abweichende Einschätzung, ob es sich um eine Insiderinformation handelt
- Die intern bestimmten Abläufe zur Informationsverteilung und –bewertung beim Informationsempfänger
- Liste der Mitarbeiter des Marktsondierungsempfängers, die Kenntnis von den übermittelten Informationen haben
- Die Identifikation aller Emittenten und Finanzinstrumente, auf die sich eine mögliche Insiderinformation bezieht

# VII. Marktsondierungen

- Gewisse **Schutzfunktion** durch Art. 11 IV MAR
  - Bei Erfüllung aller durch Art. 11 III-V auferlegten Pflichten wird die Offenlegung der Informationen **nicht als unzulässige Marktmanipulation** gewertet
  - Sondern als im „Zuge der normalen Ausübung der Beschäftigung, des Berufs oder der normalen Erfüllung der Aufgaben einer Person vorgenommen“
  - Gilt nur für Marktsondierungen seitens der **Verkäuferseite**

# VII. Marktsondierungen

- Gilt nur für Marktteilnehmer i.S.d. Art. 11 I lit a) – d):
  - Emittent
  - Zweitanbieter eines Finanzinstruments, wenn
    - Er das Finanzinstrument in einer Menge oder in einem Wert anbietet, aufgrund derer/dessen sich das Geschäft vom üblichen Handel unterscheidet
    - Das Geschäft auf einer Verkaufsmethode beruht, die auf der Vorabbewertung des potenziellen Interesses möglicher Anleger beruht
  - Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate
  - Dritte, die im Auftrag oder für Rechnung einer dieser Personen agieren
    - Daher nur, wenn diese innerhalb ihrer Vertretungsmacht handeln (keine Durchführung der Marktsondierung auf eigene Faust)



# VII. Marktsondierungen

- Möglichkeit des „Cleansing“ nach Art. 11 VI MAR
  - Offenlegender Marktteilnehmer muss Empfänger der Information schnellstmöglich in Kenntnis setzen, wenn Information ihre Eigenschaft als Insiderinformation verliert
  - In diesem Zuge übermittelte Informationen müssen festgehalten werden und bei Bedarf der Behörde übermittelt werden
  - Ab Veröffentlichung der Information (z.B. Ankündigung einer Transaktion) darf der Informationsempfänger wieder Geschäfte mit Bezug zu dem Finanzinstrument, über das er die Informationen erhalten hat, vornehmen
  - Daher der Ausdruck des „Cleansing“

# VII. Marktsondierungen

- Entwurf der Technischen Standards der ESMA bestimmt für das „Cleansing“ Folgendes:
  - Zuerst übermitteltes Standardset von Informationen soll folgende Angaben enthalten:
    - Einschätzung, wann die Information wahrscheinlich nicht mehr als Insiderinformation zu qualifizieren ist,
    - die Faktoren, die diese Einschätzung ändern können und
    - in welcher Art und Weise der Informationsempfänger über eine veränderte Einschätzung informiert wird

## VII. Marktsondierungen

- Die Bestimmung eines konkreten Zeitpunkts, an dem Information keine Insiderinformation mehr ist, ist jedoch nicht nötig
- Informationsempfänger können Erhalt der Information ablehnen, wenn dies ihre Aktivität über einen zu langen Zeitraum beeinträchtigen würde
- Informationsempfänger müssen weiterhin eigene Einschätzung zur Einordnung als Insiderinformation vornehmen

# Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!



**Dr. Dirk Kocher, LL.M.**

*Partner, Corporate Department,  
Hamburg*

**T** +49.40.4140.3248  
**E** dirk.kocher@lw.com

Dr. Dirk Kocher ist spezialisiert auf Aktien- und Kapitalmarktrecht sowie Public und Private M&A. Er berät in diesen Bereichen Unternehmen und Private Equity sowie strategische Investoren.

Seine Expertise umfasst insbesondere den Erwerb und die Veräußerung von Beteiligungen an börsennotierten und anderen Unternehmen, Corporate Governance, Hauptversammlungen, Umstrukturierungen und Kapitalmarktcompliance. Dr. Kocher verfügt außerdem über umfassende Erfahrung mit Joint Ventures und Aktionärsauseinandersetzungen.

Dr. Kocher ist Lehrbeauftragter an der Bucerius Law School in Hamburg und Ausbilder im Studiengang Certified Investor Relations Officer (CIRO) des Deutschen Investor Relations Verbandes.