

Dr. Marcus Benes | Katharina Ariane Beyersdorfer | Dr. Olivier Favre
Michael Huertas | Dr. Martin Lanz | Kai Schaffelhuber
Mag. Ulrike Sehrschön | Dr. Katharina Stüber

DIRK-IR-Guide, Band XIII

Marktmissbrauchsrecht



Über den DIRK-IR-Guide

Der DIRK-IR-Guide wird vom DIRK – Deutscher Investor Relations Verband in Zusammenarbeit mit Investor Relations (IR)-Experten herausgegeben, um den IR-Professionals als Ratgeber bei wichtigen Themen rund um Investor Relations Unterstützung zu bieten. Ziel ist es, aktuelle Aspekte und Entwicklungen aufzugreifen und hierzu Best Practice-Lösungen kurz und prägnant darzustellen. Neuauflagen zu schon erschienenen Bänden werden je nach Aktualitätsbedarf herausgegeben. DIRK-Mitglieder erhalten den IR-Guide jeweils kostenlos bei Erscheinen zugesandt. Weitere Exemplare können per formloser E-Mail an info@dirk.org bestellt werden, solange der Vorrat reicht.

Alle DIRK-IR-Guides finden Sie auch zum kostenlosen Download in unserer Rubrik „IR-Wissen“ auf www.dirk.org.

Bisher erschienen:

Band I: Designated Sponsoring

Band II: Internationale Rechnungslegung

Band III: Privataktionäre – Was muss IR beachten?

Band IV: Börse trifft Einstein: $E=mc^2$ – Liquidität mit Lichtgeschwindigkeit für Small, Mid und Large Caps?

Band V: Der Geschäftsbericht – zentrales Instrument der Finanzkommunikation

Band VI: DCGK 2013 – Die Anforderungen der neuen Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex

Band VII: Investor Relations im Social Web

Band VIII: Trends im Corporate Access und die Folgen für das IR-Management

Band IX: Stimmrechte auf der Hauptversammlung – Empfehlungen zur Zusammenarbeit mit Proxy Advisors

Band X: Internet und Social Media für Investor Relations

Band XI: Die Quartalsmitteilung der Zukunft

Band XII: Fixed Income Investor Relations

Über den DIRK

Der DIRK – Deutscher Investor Relations Verband ist der größte europäische Fachverband für die Verbindung von Unternehmen und Kapitalmärkten. Wir geben Investor Relations eine Stimme und repräsentieren rund 90% des börsennotierten Kapitals in Deutschland. Als unabhängiger Kompetenzträger optimieren wir den Dialog zwischen Emittenten, Kapitalgebern sowie den relevanten Intermediären und setzen hierfür professionelle Qualitätsstandards. Unsere Mitglieder erhalten von uns fachliche Unterstützung und praxisnahes Wissen sowie Zugang zu Netzwerken und IR-Professionals aus aller Welt. Zugleich fördern wir den Berufsstand der Investor Relations und bieten umfangreiche Aus- und Weiterbildungsmöglichkeiten in enger Zusammenarbeit mit Wissenschaft und Forschung.

Weitere Informationen unter www.dirk.org.

ISBN: 978-3-9816831-6-5

© 2017, DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e. V.

Reuterweg 81

60323 Frankfurt am Main

Tel. +49 (0) 69. 95 90 94 90

Fax +49 (0) 69. 95 90 94 999

www.dirk.org

Vorwort

Liebe Kolleginnen und Kollegen,
liebe DIRK-Mitglieder,

seit dem 3. Juli 2016 gilt in allen EU-Mitgliedsstaaten die Marktmissbrauchsverordnung (MMVO). Sie ersetzt seitdem zentrale Teile des deutschen Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG). Das erklärte Ziel der Marktmissbrauchsreform ist es, die Integrität der Finanzmärkte durch die Steigerung der Transparenz zu fördern. Insbesondere das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Märkte soll gestärkt werden. Hierfür soll ein europaweit einheitlicher Rechtsrahmen geschaffen und der Weg zu einer Kapitalmarktunion, basierend auf einem Single Rulebook, weiter beschritten werden. Dies betrifft IR-relevante Themenbereiche wie Insidergeschäfte, Offenlegung von Insiderinformationen und Marktmanipulation sowie Maßnahmen zur Verhinderung von Marktmissbrauch.

Die MMVO behält viele der bisher schon bekannten Regelungskonzepte im Wesentlichen bei. Im Detail ergeben sich jedoch erhebliche Änderungen im Vergleich zur bisherigen Rechtslage in Deutschland sowie jeglichen anderen EU-Ländern. So werden die in der MMVO geregelten Pflichten auch auf Freiverkehrsemittenten erstreckt. Sie sind nun zur Ad-hoc-Publizität, zum Führen von Insiderlisten und zur Veröffentlichung von Eigengeschäften von Führungspersonen verpflichtet. Als ein solches Eigengeschäft sind nunmehr auch Geschäfte in Schuldtiteln, bspw. Anleihen, mitzuteilen. Neu sind u. a. die Handelsverbote für Führungskräfte in bestimmten Zeitfenstern (sog. Closed Periods) sowie die Regelungen über die Marktsondierung.

Mit der Neuregelung wurden die Sanktionen für Verstöße drastisch verschärft. So drohen bei Insiderhandel und Marktmanipulation neben Freiheits- und Geldstrafen deutlich erhöhte Bußgelder. Zudem hat die BaFin als zuständige Aufsichtsbehörde in Deutschland Verstöße öffentlich auf ihrer Internetseite bekannt zu machen (sog. Naming and Shaming). Auch diese Prangerwirkung soll Anreize für rechtstreues Verhalten setzen.

Schwierigkeiten bereitet dabei in der Praxis, dass die MMVO seit ihrer Verabschiedung schon dreifach geändert worden ist. Zuletzt hat der Europäische Rat Korrekturen in allen Sprachfassungen vorgenommen (sog. Corrigendum). Anders als in der deutschen Rechtspraxis üblich, werden auf europäischer Ebene häufig keine konsolidierten Fassungen (sog. Recasts) erstellt, sodass schon die Suche nach dem aktuell geltenden Gesetzestext häufig einem Puzzle gleicht.

Wie jede europäische Verordnung gilt die MMVO in den Mitgliedsstaaten unmittelbar. Hiervon abweichende, nicht angepasste Vorschriften des nationalen Rechts sind somit seit dem 3. Juli 2016 verdrängt und für die Praxis nicht mehr relevant, sofern sie die gleiche Materie betreffen. Auch die europäische Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (CSMAD) wurde am 12. Juni 2014 im Amtsblatt der Europäischen Union veröffentlicht. Mit Ausnahme von UK und

Dänemark hatten die Mitgliedsstaaten bis zum 3. Juli 2016 Zeit, die Bestimmungen der CSMAD in nationales Recht umzusetzen.

Die Umsetzung der europäischen Vorgaben ist auf nationaler Ebene unterschiedlich weit fortgeschritten. Gleiches gilt für die Verwaltungspraxis der verschiedenen nationalen Aufsichtsbehörden. Zudem gibt es etwa Auslegungsfragen aufgrund von Übersetzungsdifferenzen der unterschiedlichen Sprachfassungen. Der DIRK – Deutscher Investor Relations Verband hat sich deshalb gemeinsam mit Allen & Overy, Eisenberger & Herzog sowie mit Schellenberg Wittmer der Herausforderung gestellt und für Sie die Grundprinzipien des neuen Rechtsrahmens einschließlich erster Handlungsempfehlungen, wie die MMVO im Unternehmen umgesetzt werden kann, zusammengetragen. Denn als größter europäischer Fachverband und Standard-Setzer ist es uns besonders wichtig, die tägliche Arbeit der IR-Kolleginnen und Kollegen fachlich zu unterstützen. Der vorliegende DIRK-IR-Guide trägt den aktuellen Stand bis zum 30. November 2016 zum Marktmissbrauchsrecht zusammen, erhebt dabei allerdings keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Aktuelle Informationen rund um die MMVO werden nach Erscheinen unseres Guides auch auf www.dirk.org bzw. auf www.allenoverly.com/marktmissbrauch – v. a. mit einer Aufstellung aller Rechtsquellen – veröffentlicht.

Bei allen beteiligten Autorinnen und Autoren bedanken wir uns an dieser Stelle ganz herzlich für die engagierte Mitarbeit. Wir wünschen Ihnen, liebe Leser, eine aufschlussreiche Lektüre!

Dr. Stephan Lewis
Präsident
DIRK – Deutscher Investor Relations Verband

Kay Bommer
Geschäftsführer
DIRK – Deutscher Investor Relations Verband

Januar 2017

Einleitung und Hinweise zu diesem Guide

Zum Inhalt

Durch das neue Marktmissbrauchsrecht ist die Regelungskomplexität des stark europarechtlich geprägten Kapitalmarktrechts erheblich gestiegen. Am Beispiel der Ad-hoc-Publizität wird dies besonders deutlich: Waren hierzu bis zum 3. Juli 2016 in erster Linie §15 WpHG a.F., die relevanten Bestimmungen der Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung (WpAIV), die im Emittentenleitfaden niedergelegte Verwaltungspraxis sowie die einschlägige Rechtsprechung zu berücksichtigen, müssen nunmehr deutlich mehr Rechtsquellen im Blick gehalten werden. Neben Art. 17 MMVO sind zwei begleitende Rechtsakte auf europäischer Ebene in Form von Verordnungen (Delegierte Verordnung (EU) 2016/522 der Kommission und Durchführungsverordnung (EU) 2016/1055 der Kommission) zu beachten, denen sog. ESMA Final Reports („Technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation“ – ESMA/2015/224 und „Technical standards on the Market Abuse Regulation – ESMA/2015/1455) zugrunde liegen. Auf nationaler Ebene sind die Sanktionen bei Verstößen ebenso wie weitere Anforderungen an die Veröffentlichung und Weiterleitung von Meldungen weiterhin im WpHG geregelt – wenn auch in geänderter Form. Soll ein Aufschub der Veröffentlichung erfolgen, sind die ESMA MAR-Leitlinien „Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen“ (ESMA/2016/1478) zu beachten. Werden in einer Ad-hoc-Mitteilung Finanzzahlen veröffentlicht, sind hierbei zusätzlich die ESMA-Leitlinien „Alternative Leistungskennzahlen (APM)“ (ESMA/2015/1415) im Blick zu behalten. Die BaFin veröffentlicht zur Ad-hoc-Publizität laufend aktualisierte FAQ, die wichtige Hinweise zur Verwaltungspraxis enthalten. Sofern nicht europäisches Recht zuwiderläuft, sollen nach Auffassung der BaFin die Regelungen der WpAIV weitergelten, und auch auf den Emittentenleitfaden soll zurückgegriffen werden können. Dies verlangt vom Rechtssuchenden nicht nur das Ausfindigmachen der relevanten Passage, sondern anschließend auch eine Analyse, ob die entsprechenden WpAIV-Regelungen im Einzelnen neben den europäischen Vorgaben anwendbar sind bzw. inwiefern die Angaben im Emittentenleitfaden im Lichte der europäischen Vorgaben noch Bestand haben können.

Ähnliches gilt für die anderen Aspekte des Marktmissbrauchsrechts, wie sich anschaulich aus einer Gegenüberstellung der verschiedenen einschlägigen Quellen vor und nach Geltung des neuen Marktmissbrauchsrechts zeigt:

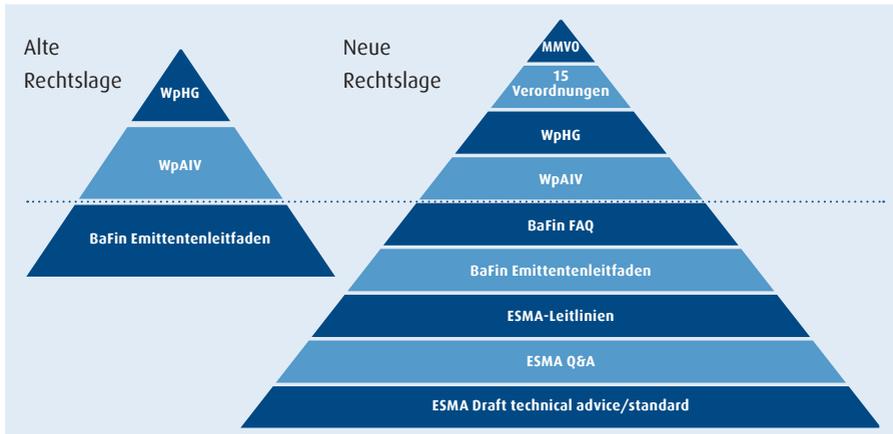


Abbildung 1: Zunahme der Regelungskomplexität

Soweit in den Regelungen der MMVO auf organisierte Handelssysteme (OTF), Wachstumsmärkte für kleinere und mittlere Unternehmen (KMU), Emissionszertifikate oder auf diesen basierende Versteigerungsprodukte Bezug genommen wird, gelten diese Bestimmungen erst ab 3. Januar 2018 – und damit ein Jahr später als ursprünglich geplant. Ab diesem Zeitpunkt tritt die MiFID II (RL (EU) 2014/65) und die MiFIR (VO 600/2014) in Kraft. Zur Gewährleistung der Rechtssicherheit zwischen dem ursprünglichen Inkrafttreten der MiFID II und dem nun geltenden Recht sieht die MMVO Folgendes vor:

- Die in der RL 2004/39/EG (MiFID) festgelegten Konzepte sollten bis zum MiFID II-Termin (3. Januar 2018) Anwendung finden.
- Bestimmungen, die sich auf neu eingeführte Konzepte beziehen (OTF usw.), gelten erst mit 3. Januar 2018.

Die Neuerungen führen zu einem insgesamt deutlich erweiterten Anwendungsbereich. So gelten die Regelungen zur Ad-hoc-Publizität, zu Eigengeschäften von Führungskräften und zu Insiderlisten für deutlich mehr Emittenten als bisher. Voraussetzung für die Anwendbarkeit auf Emittenten ist, dass für deren Finanzinstrumente eine Zulassung zu einem bestimmten Markt in folgender Weise besteht:

Geregelter Markt in einem Mitgliedsstaat der EU	Multilaterales Handelssystem in einem Mitgliedsstaat der EU	Organisiertes Handelssystem in einem Mitgliedsstaat der EU
<ul style="list-style-type: none"> • Zulassung beantragt oder • Zulassung genehmigt 	<ul style="list-style-type: none"> • Zulassung beantragt oder • Zulassung erhalten 	<ul style="list-style-type: none"> • Zulassung erhalten
z. B. Prime Standard/General Standard (Frankfurter Wertpapierbörse)	z. B. Entry Standard (Frankfurter Wertpapierbörse), M.access (Börse München), MTF Luxembourg, Freiverkehr	
Unter WpHG a. F.: Inlandsemittent, d. h. verkürzt: Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt beantragt oder erhalten		

Abbildung 2: Emittenten, die Pflichten in Bezug auf Ad-hoc-Publizität, Insiderliste und Eigengeschäfte von Führungskräften zu beachten haben

Neu ist damit die Erweiterung des Anwendungsbereichs auf sog. Freiverkehrsemittenten. Welche Anforderungen an den Grund für die Zulassung („erhalten“) zu stellen sind, ist derzeit nicht ganz klar. Laut BaFin sind solche MTF-Emittenten erfasst, deren Finanzinstrumente mit ihrer Zustimmung zum Handel zugelassen oder in den Handel einbezogen sind. Die Zustimmung zum Handel bzw. die Genehmigung beinhaltet dabei mehr als eine bloße Kenntnisnahme. Der Emittent muss wissentlich und willentlich dem Handel zugestimmt haben. Dabei ist aber unerheblich, ob er den aktuellen Folgepflichten der MMVO auch zustimmen wollte oder will. Eine bloße Kenntnisnahme von der Zulassung zum Handel reicht hingegen nicht.

Eine Liste der regulierten Märkte und der multilateralen Handelssysteme in der EU ist bei der ESMA unter <https://registers.esma.europa.eu/publication/> einsehbar.

Zu den relevanten Finanzinstrumenten (FI) zählen z. B. übertragbare Wertpapiere (Aktien, andere Gesellschaftsanteile, Schuldverschreibungen), Swaps, Futures oder Emissionszertifikate (eine Auflistung aller FIs ist im Anhang I Abschnitt C der Richtlinie (EU) 2014/65 zu finden). Auch eine GmbH kann Emittentin sein, die bspw. der Ad-hoc-Publizität, der Pflicht zur Veröffentlichung von Eigengeschäften von Führungskräften und dem Führen von Insiderlisten unterliegt, wenn sie z. B. für ihre Anleihen die Zulassung an einem MTF beantragt hat.

Der Anwendungsbereich gilt, sofern nicht anders aufgeführt, für alle in diesem Guide behandelten Themenkomplexe. Die Vorschriften gelten künftig grundsätzlich auch für KMU und in Bezug auf Emissionszertifikate, auf die im Folgenden jedoch nicht näher eingegangen wird.

Dieser erweiterte Anwendungsbereich hat z. B. bereits zu einer gestiegenen Anzahl von Ad-hoc-Meldungen und Directors' Dealings-Mitteilungen geführt.

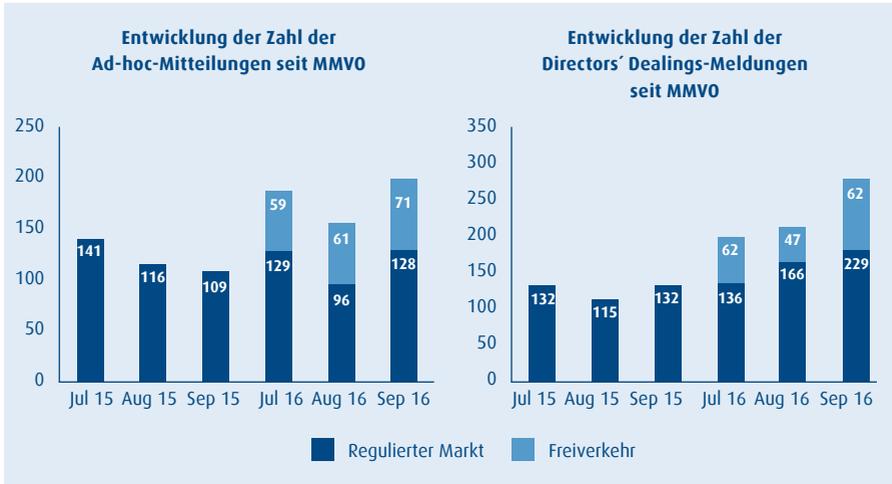


Abbildung 3: Entwicklung von Ad-hoc-Mitteilungen und Directors' Dealings-Meldungen¹

Für die deutlich gestiegene Zahl der Emittenten im Anwendungsbereich bringen auch die verschiedenen Sprachfassungen der MMVO viele praktische Probleme bei der Auslegung mit sich. Darüber hinaus erhöht das Fehlen einer gefestigten Verwaltungspraxis der BaFin die Schwierigkeiten in der Praxis. Auch die Vielzahl der begleitenden Rechtsakte (Delegierte Verordnungen und Durchführungsvorordnungen), die die Vorgaben der MMVO weiter konkretisieren, lassen viele Zweifelsfragen weiterhin offen. Schon jetzt versuchen wir, Ihnen mit dem vorliegenden Guide Hilfestellungen zu bieten. Diese können allerdings nur in Grundzügen dargestellt werden und keinesfalls den konkreten Einzelfall abbilden.

¹ EQS Group AG (5.10.2016): Die EU-Marktmissbrauchsverordnung. Drei Monate nach Inkrafttreten: Einschätzungen & Erfahrungen

Zur Leseart

Wir möchten Ihnen hier gerne einige allgemeine Hinweise zum Zweck und Aufbau des Guides geben. Er richtet sich grundsätzlich an börsennotierte Unternehmen. Im Vordergrund stehen Anforderungen an die Investor Relations-Abteilungen, weshalb sich der Guide auf die für IR aktuell entscheidenden Änderungen beschränkt, mit dem Ziel, Hinweise für den Umgang mit dem neuen Marktmissbrauchsrecht zu geben.

Zunächst werden die Veränderungen in der Ad-hoc-Publizität und anschließend bei Eigengeschäften von Führungskräften dargestellt. In Kapitel 3 und Kapitel 4 wird näher auf den Bereich der Insiderlisten bzw. der Insiderverbote eingegangen. Die folgenden beiden Kapitel widmen sich der erstmals gesetzlich geregelten Marktsondierung und dem Verbot der Marktmanipulation. Zum Abschluss werfen wir einen kurzen Blick in die Nachbarländer der DACH-Region und zeigen die Auswirkungen der MMVO in Österreich sowie die weiter bestehenden national geregelten Grundsätze in der Schweiz auf. Außerdem wagen wir einen Vergleich mit dem Regelwerk im Vereinigten Königreich.

In jedem Kapitel werden zunächst die wesentlichen Rechtsgrundlagen und ggf. Gerichtsentscheidungen angegeben und anschließend erläutert bzw. Implikationen für IR abgeleitet. Symbole erleichtern den Zugang zur Materie, indem sie darauf hinweisen, ob es sich um eine Aussage der zuständigen Aufsichtsbehörde wie bspw. der BaFin, eine Handlungsempfehlung oder eine gesetzliche Definition handelt.

Legende



Aussage
Aufsichtsbehörde



(gesetzliche)
Definition



Unterschied zwischen
den Ländern



Handlungs-
empfehlung



Praxisbeispiel



Gemeinsamkeit
der Länder

Damit die einzelnen Themengebiete noch anschaulicher werden, fügen wir immer wieder Beispiele aus der Praxis ein und zeigen Gemeinsamkeiten bzw. Unterschiede zwischen den Ländern auf. Zudem lassen wir an geeigneter Stelle auch die Erfahrungen einer Umfrage der EQS Group einfließen. Im Rahmen dieser am 5. Oktober 2016 veröffentlichten Umfrage wurden Emittenten nach Einschätzungen und Erfahrungen mit der Marktmissbrauchsverordnung gefragt. Insgesamt nahmen 163 Teilnehmer aus reguliertem Markt und Freiverkehr in Deutschland einschließlich Vertretern aller Indizes (DAX, MDAX, SDAX, TecDAX) daran teil. Viele Emittenten haben nach wie vor offene Fragen im Zusammenhang mit der Umsetzung des neuen Marktmissbrauchsrechts – dies belegt die EQS-Umfrage.

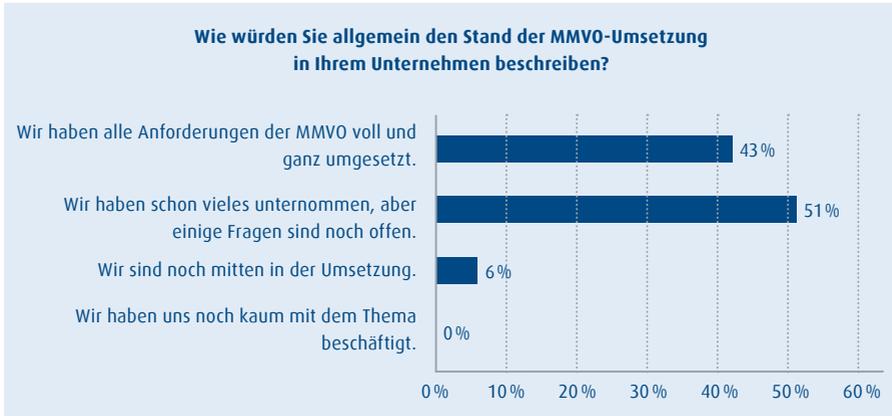


Abbildung 4: Stand der MMVO-Umsetzung²

Weiterhin haben wir Ihnen ein Schlagwortverzeichnis sowie ein Abkürzungs-/Übersetzungsverzeichnis beigelegt. Am Ende dieses Guides finden Sie zudem eine Aufstellung der verschiedenen in Europa zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden.

Wir haben diesen Guide mit dem Ziel erarbeitet, Ihnen für Ihre tägliche Arbeit eine Hilfestellung und praktische Hinweise mitzugeben. Dabei konnten wir den Rechtsstand bis zum 30. November 2016 berücksichtigen. Schon jetzt steht fest, dass sich auch danach Neuerungen ergeben. Daher planen wir eine 2. Auflage für die zweite Jahreshälfte 2017. Wir wünschen Ihnen eine erkenntnisreiche Lektüre!

Dr. Katharina Stüber, Allen & Overy
 Kai Schaffelhuber, Allen & Overy
 Michael Huertas, Allen & Overy
 Katharina Ariane Beyersdorfer, DIRK – Deutscher Investor Relations Verband

Dr. Marcus Benes, Eisenberger & Herzog
 Mag. Ulrike Sehrschön, Eisenberger & Herzog

Dr. Olivier Favre, Schellenberg Wittmer
 Dr. Martin Lanz, Schellenberg Wittmer

Frankfurt am Main, Januar 2017

² EQS Group AG (5.10.2016): Die EU-Marktmisbrauchsverordnung. Drei Monate nach Inkrafttreten: Einschätzungen & Erfahrungen

Die Autoren sind für Hinweise dankbar:**Deutschland**

Katharina Ariane Beyersdorfer, DIRK – Deutscher Investor Relations Verband, Senior Manager Stakeholder Relations & Strategie, kbeyersdorfer@dirk.org

Kai Schaffelhuber, Allen & Overy LLP, Rechtsanwalt, Partner, kai.schaffelhuber@allenoverly.com

Dr. Katharina Stüber, Allen & Overy LLP, Rechtsanwältin, Senior Associate, katharina.stueber@allenoverly.com

Österreich

Dr. Marcus Benes, Eisenberger & Herzog Rechtsanwalts GmbH, Rechtsanwalt, Partner, m.benes@ehlaw.at

Mag. Ulrike Sehrschoen, Eisenberger & Herzog Rechtsanwalts GmbH, Rechtsanwältin, Partnerin, u.sehrschoen@ehlaw.at

Schweiz

Dr. Olivier Favre, Schellenberg Wittmer Ltd., Rechtsanwalt, Partner, olivier.favre@swlegal.ch

Dr. Martin Lanz, Schellenberg Wittmer Ltd., Rechtsanwalt, Partner, martin.lanz@swlegal.ch

Vereinigtes Königreich

Michael Huertas, Allen & Overy LLP, Solicitor, Associate, michael.huertas@allenoverly.com

Disclaimer

Der DIRK – Deutscher Investor Relations Verband e.V. nimmt keine rechtliche Beratung vor. Insbesondere in Ermangelung entsprechender gefestigter Verwaltungspraxis bzw. Rechtsprechung zur MMVO übernimmt er keine Gewähr für die Richtigkeit der hier gemachten Angaben. Auch wenn bei Erstellung des Guides auf eine sorgfältige Recherche geachtet und die entsprechenden Positionen mit verschiedenen Experten diskutiert wurden, gibt er letztlich nur die Meinung der Autoren wieder. Dieser IR-Guide ersetzt daher nicht die rechtliche Beratung und kann die Besonderheiten des jeweiligen Einzelfalls nicht berücksichtigen.

Eisenberger & Herzog bezieht sich auf Eisenberger & Herzog Rechtsanwalts GmbH und nicht auf deren Partner oder Mitarbeiter.

Allen & Overy bezieht sich auf Allen & Overy LLP bzw. ihre verbundenen Unternehmen. Jeder Hinweis auf Partner bezieht sich auf die Gesellschafter der Allen & Overy LLP bzw. Mitarbeiter oder Berater der Allen & Overy LLP, deren Status und Qualifikationen denen eines Gesellschafters entsprechen, oder eine Person mit einem gleichwertigen Status in einem verbundenen Unternehmen der Allen & Overy LLP.

Der Inhalt dieses Guides stellt keine Rechtsauskunft dar und darf nicht als solche verwendet werden. Sollten Sie eine auf Ihre persönlichen Umstände bezogene Beratung wünschen, stehen Ihnen die Autoren dieses Beitrages jederzeit sehr gerne zur Verfügung.

Namentlich gekennzeichnete Beiträge geben die Meinung des jeweiligen Autors und nicht immer die Meinung der jeweiligen Kanzlei wieder. Inhalte beziehen sich auf die Rechtslage November 2016.

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	1
Einleitung und Hinweise zu diesem Guide	3
Abbildungsverzeichnis	12
1. Ad-hoc-Publizität	13
1.1 Gegenstand der Veröffentlichungspflicht: Insiderinformation	13
1.2 Veröffentlichungspflicht	15
1.3 Aufschiebung der Veröffentlichung	16
1.4 Reihenfolge bei Veröffentlichung	22
1.5 Vorab-Meldung an BaFin und Handelsplätze	23
1.6 Veröffentlichung	24
1.7 Einstellen auf der Webseite des Emittenten	25
1.8 Sanktionen bei Verstoß	26
1.9 Ad-hoc-Publizität in Kürze	27
2. Eigengeschäfte von Führungskräften	28
2.1 Kreis der Meldepflichtigen	28
2.2 Liste der Meldepflichtigen	30
2.3 Meldepflichtige Geschäfte über Finanzinstrumente	31
2.4 Frist der Meldepflicht	33
2.5 Notwendiger Inhalt der Meldungen	35
2.6 Belehrungs- und Dokumentationspflichten	38
2.7 Handelsverbot während Closed Periods	39
2.8 Sanktionen bei Verstoß	43
2.9 Eigengeschäfte von Führungskräften in Kürze	44
3. Insiderliste	45
3.1 Listenführungspflichtige	45
3.2 In die Insiderliste aufzunehmende Personen	46
3.3 In die Insiderliste aufzunehmende Angaben zu den aufgenommenen Personen	48
3.4 Arten und Format von Insiderlisten	50
3.5 Pflicht zur Aktualisierung	54
3.6 Belehrung der in die Insiderliste aufgenommenen Personen	56
3.7 Vertraulichkeit der Insiderliste und Herausgabe an BaFin	59
3.8 Aufbewahrung der Insiderliste	59
3.9 Sanktionen bei Verstoß	60
3.10 Insiderliste in Kürze	60

4. Insiderverbote	61
4.1 Verbotene Handlungen	61
4.2 Ausnahme vom Insiderverbot: „Legitime Handlungen“	64
4.3 Ausnahmen für Rückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen	67
4.4 Sanktionen bei Verstoß	69
4.5 Insiderverbote in Kürze	70
5. Marktsondierung	71
5.1 Zweck	71
5.2 Begrifflichkeiten	71
5.3 Anwendungsbereich	72
5.4 Notwendiger Prozess bei Durchführung einer Marktsondierung	73
5.5 Wirkung von Marktsondierungen	77
5.6 Marktsondierung in Kürze	77
6. Verbot der Marktmanipulation	78
6.1 Anwendungsbereich	78
6.2 Verbotene Handlungen	78
6.3 Zulässige Marktpraxis	81
6.4 Sanktionen bei Verstoß	83
6.5 Verbot der Marktmanipulation in Kürze	84
7. Umsetzung der Marktmissbrauchsverordnung – ein Ländervergleich	85
7.1 Marktmissbrauchsrecht: Umsetzung in Österreich	87
7.2 Marktmissbrauchsrecht: Umsetzung im Vereinigten Königreich (UK)	102
7.3 Marktmissbrauchsrecht: Umsetzung in der Schweiz	117
8. Fazit und Ausblick	132
Schlagwortverzeichnis	134
Abkürzungs-/Übersetzungsverzeichnis	136
Zuständige Aufsichtsbehörden für Marktmissbrauch	138
Zu den Autoren	140
Impressum	144

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Zunahme der Regelungskomplexität	4
Abbildung 2:	Emittenten, die Pflichten in Bezug auf Ad-hoc-Publizität, Insiderliste und Eigengeschäfte von Führungskräften zu beachten haben	5
Abbildung 3:	Entwicklung von Ad-hoc-Mitteilungen und Directors' Dealings-Meldungen	6
Abbildung 4:	Stand der MMVO-Umsetzung	8
Abbildung 5:	Aufschub der Veröffentlichung	16
Abbildung 6:	Ad-hoc-Komitee	17
Abbildung 7:	Dokumentation bei Aufschub	20
Abbildung 8:	Mitteilung an BaFin bei Aufschub	21
Abbildung 9:	Reihenfolge bei Veröffentlichung	22
Abbildung 10:	Beispiel einer Veröffentlichung einer Insiderinformation	24
Abbildung 11:	Sanktionen bei Verstoß gegen Ad-hoc-Publizität	26
Abbildung 12:	Beispielhafte Liste der meldepflichtigen Personen	31
Abbildung 13:	Frist der Meldepflicht	34
Abbildung 14:	Beispielhafte Darstellung der Teilausführungen	36
Abbildung 15:	Angaben einer Directors' Dealings-Meldung	37
Abbildung 16:	Archivierung der Belehrungsschreiben der nahestehenden Personen	39
Abbildung 17:	Beispiel für Handelsverbot	40
Abbildung 18:	Sanktionen bei Verstoß gegen Directors' Dealings-Pflichten	43
Abbildung 19:	Muster einer geschäftsspezifischen oder ereignisbasierten Insiderliste	51
Abbildung 20:	Führung einer Liste „Permanenter Insider“	53
Abbildung 21:	Anzahl „Permanenter Insider“	53
Abbildung 22:	Führen der Insiderliste	55
Abbildung 23:	Pflege der Insiderliste	56
Abbildung 24:	Beispielhaftes Schreiben der BaFin	57
Abbildung 25:	Information an Insider bei Aufnahme in die Liste und bei Ende eines Projekts	59
Abbildung 26:	Sanktionen bei Verstoß gegen Insiderlistenführungspflichten	60
Abbildung 27:	Veröffentlichungen im Zusammenhang mit einem Rückkaufprogramm	67
Abbildung 28:	Sanktionen bei Verstoß gegen Insiderverbot	69
Abbildung 29:	Ablauf einer Marktsondierung	73
Abbildung 30:	Dokumentationspflichten des empfangenden Marktteilnehmers	76
Abbildung 31:	Marktmanipulation	82
Abbildung 32:	Sanktionen bei Verstoß gegen Verbot der Marktmanipulation	83
Abbildung 33:	Verwaltungsstrafrechtliche Sanktionen I	91
Abbildung 34:	Verwaltungsstrafrechtliche Sanktionen II	92
Abbildung 35:	Strafen juristischer Person	93
Abbildung 36:	Strafrechtliche Sanktionen durch Strafgerichte	95
Abbildung 37:	Strafrechtliche Sanktionen	96
Abbildung 38:	Ausichtsrechtliche Sanktionen bei Verstößen	123
Abbildung 39:	Strafrechtliche Sanktionen bei Ausnutzen von Insiderinformationen	125
Abbildung 40:	Strafrechtliche Sanktionen bei Kursmanipulation	126
Abbildung 41:	Sanktionen bei Verstoß gegen Ad-hoc-Publizität	129
Abbildung 42:	Sanktionen bei Verstoß gegen Meldepflicht von Management-Transaktionen	131

1. Ad-hoc-Publizität

Wichtige Rechtsgrundlagen

- Art. 17 MMVO, Verordnung (EU) 596/2014 (statt § 15 WpHG a.F. bis Juli 2016)
- § 15 WpHG n.F. (seit Juli 2016)
- Delegierte Verordnung (EU) 2016/522 der Kommission
- Durchführungsverordnung (EU) 2016/1055 der Kommission; Aufschub
- ESMA MAR-Leitlinien Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen, ESMA/2016/1478
- BaFin, FAQ zur Veröffentlichung von Insiderinformationen
- WpAIV
- ESMA-Leitlinien Alternative Leistungskennzahlen, ESMA/2015/1415
- ESMA-Leitlinien (deutsche Fassung noch ausstehend) Guidelines on MAR – information relating to commodity derivatives markets or related spot markets for the purpose of the definition of inside information on commodity derivatives, ESMA/2016/1412
- ESMA Final Report technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation, ESMA/2015/224, Kapitel 3, 4
- ESMA Final Report Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, ESMA/2015/1455, Kapitel 7
- Lafonta/AMF, EuGH 2015, Az. C-628/13
- Daimler/Geltl, EuGH 2012, Az. C-19/11 (sog. Schremp-Urteil)
- Probability/Magnitude-Formel, Erwägungsgrund 16 MMVO

Unter Ad-hoc-Publizität wird die Veröffentlichung von Insiderinformationen verstanden. Sie hat durch das neue Marktmissbrauchsrecht einige Änderungen erfahren.

Die bisher in § 15 WpHG a.F. geregelte Ad-hoc-Publizität wird nunmehr in erster Linie in Art. 17 MMVO europaweit einheitlich und unmittelbar geltend für alle Betroffenen geregelt.

1.1 Gegenstand der Veröffentlichungspflicht: Insiderinformation

Zu veröffentlichen sind Insiderinformationen, die unmittelbar den Emittenten betreffen. Der Begriff der Insiderinformation ist in Art. 7 Abs. 1 MMVO definiert als

- *nicht öffentlich bekannte*
- *präzise Information,*
- *die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betrifft und die*
- *bei ihrem öffentlichen Bekanntwerden geeignet wäre, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs damit verbundener derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen.*



Eine Information ist gem. Art. 7 Abs. 2 MMVO dann präzise (bisher konkret), wenn damit eine Reihe von Umständen gemeint ist, die bereits gegeben sind oder bei denen man vernünftigerweise erwarten kann, dass sie in Zukunft gegeben sein werden. Außerdem zählt hierzu ein Ereignis, das bereits eingetreten ist oder von dem man vernünftigerweise erwarten kann, dass es in Zukunft eintreten wird. Darüber hinaus müssen diese Informationen spezifisch genug sein, um einen Schluss auf die mögliche Auswirkung dieser Reihe von Umständen oder dieses Ereignisses auf die Kurse der Finanzinstrumente (einschließlich damit verbundener Derivate) zuzulassen.

Die geforderte Kurserheblichkeit liegt gem. Art. 7 Abs. 4 MMVO vor, wenn ein verständiger Anleger sie wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen würde. Ohne Relevanz ist nach dem Lafonta-Urteil des EuGH für das Vorliegen des Merkmals Kurserheblichkeit, ob aus ex ante-Sicht feststeht, ob sich der Kurs bei Bekanntwerden nach oben oder unten entwickeln wird.



Ausreichend ist es daher, wenn ein erheblicher Kursausschlag zu erwarten ist – unabhängig davon, ob dessen Richtung bereits vorhersagbar ist.



Im Fall Lafonta hatte die französische Finanzmarktaufsicht AMF eine millionenschwere Geldbuße wegen Insidergeschäften beim Kauf von Anteilen verhängt, da schon vor der Bekanntgabe des Aktienkaufs Swap-Geschäfte auf die Aktien eines Unternehmens vollzogen worden waren, ohne die Öffentlichkeit darüber informiert zu haben.

Offen ist, ob bei der Frage der Kurserheblichkeit der sog. Probability/Magnitude-Test anzuwenden ist, wonach etwa bei besonders gewichtigen Informationen auch schon eine geringere Eintrittswahrscheinlichkeit genügt, damit sie von einem verständigen Anleger berücksichtigt würde. In welche Richtung sich der Kurs entwickeln wird, muss noch nicht feststehen.

Wie schon in der Daimler/Geltl-Entscheidung des EuGH entschieden, wird nun ausdrücklich in Art. 7 Abs. 3 MMVO geregelt, dass ein sog. Zwischenschritt in einem gestreckten Vorgang eine Insiderinformation sein kann, wenn er für sich genommen die Kriterien der Insiderinformation erfüllt.



In der genannten Entscheidung zum Fall Daimler/Geltl vom 28. Juni 2012 hatte der EuGH für die Praxis Fragen zum Insiderrecht entschieden. Bis dahin war es fraglich, ob kurserhebliche Informationen über Zwischenschritte auch dann ad hoc gemeldet werden müssen, wenn der Eintritt des Endereignisses noch offen ist. Zudem war unklar, wie hoch die Eintrittswahrscheinlichkeit des künftigen Ereignisses sein muss und ob auch die Erheblichkeit der möglichen Auswirkungen des Ereignisses auf das Unternehmen berücksichtigt werden müssen.



Wenn die Prüfung zu dem Ergebnis kommt, dass eine Insiderinformation vorliegt, ist an die Erstellung einer Insiderliste zu denken! (vgl. Kapitel 3)



Nicht nur Zwischenschritte, die bereits vorliegen, sondern auch solche, für die eine realistische Wahrscheinlichkeit besteht, dass sie künftig eintreten, müssen auf ihre mögliche Ad-hoc-Pflicht geprüft werden.



Unternehmen sollten frühzeitig sorgfältig prüfen, ob die Voraussetzungen für einen Aufschub vorliegen.

1.2 Veröffentlichungspflicht

Emittenten müssen Insiderinformationen, die sie unmittelbar betreffen, gem. Art. 17 Abs. 1 MMVO so bald wie möglich veröffentlichen.



Mit „so bald wie möglich“ ist laut BaFin die bisher verwendete Bezeichnung von „unverzüglich“ gemeint.

Nur Insiderinformationen, die den Emittenten unmittelbar betreffen, müssen von diesem veröffentlicht werden. Eine Definition ist in der MMVO nicht enthalten. Gemeint sind aber weiterhin einerseits Informationen bzw. Umstände, die im Tätigkeitsbereich des Emittenten eintreten, z. B. unternehmensinterne Entwicklungen wie etwa Erfindungen, Kapitalmaßnahmen, außerordentliche Erträge oder Aufwendungen. Andererseits können auch Umstände, die außerhalb des Tätigkeitsbereichs des Emittenten eintreten, veröffentlichungspflichtig sein, wenn sie den Emittenten unmittelbar betreffen. Ein Beispiel hierfür wäre etwa die Mitteilung eines Großaktionärs über einen beabsichtigten Squeeze-out.

Eine Veröffentlichungspflicht besteht gem. Art. 17 Abs. 8 MMVO auch dann, wenn die Insiderinformation einem Dritten gegenüber offengelegt wurde, außer der Dritte ist zur Verschwiegenheit verpflichtet.



Sobald erkannt wird, dass sich ein Sachverhalt in Zukunft zu einer Insiderinformation entwickeln kann oder schon eine Insiderinformation ist, sollte ein Entwurf für eine Ad-hoc-Meldung in deutscher und ggf. englischer Sprache erstellt werden, um optimal auf die Veröffentlichung vorbereitet zu sein. Daher ist der Entwurf bei gestreckten Sachverhalten regelmäßig zu aktualisieren.

Zum Monitoring verschiedener Sachverhalte kann es sinnvoll sein, eine fortlaufende Liste mit solchen Sachverhalten zu führen, die ggf. künftig auf ihre Ad-hoc-Pflicht geprüft werden sollen.

1.3 Aufschieb der Veröffentlichung

Der Emittent kann gem. Art. 17 Abs. 4 MMVO die Veröffentlichung der Insiderinformation aufschieben¹. Dieser Vorgang wurde bisher als sog. Selbstbefreiung bezeichnet.

Voraussetzung dafür ist, dass



1. die unverzügliche Veröffentlichung geeignet wäre, die berechtigten Interessen des Emittenten zu beeinträchtigen,
2. der Aufschieb nicht geeignet ist, die Öffentlichkeit irreführen, und
3. der Emittent die Geheimhaltung sicherstellen kann.

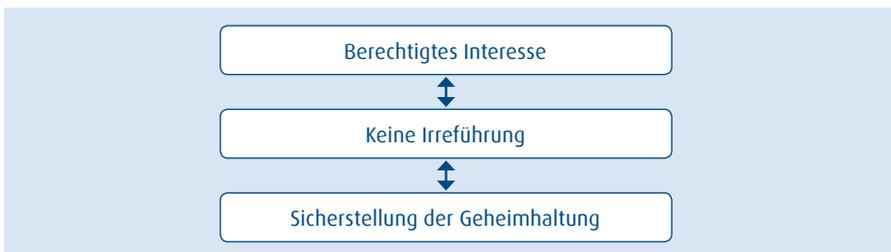


Abbildung 5: Aufschieb der Veröffentlichung

In der Praxis richten viele Gesellschaften ein Gremium ein, das die Sachverhalte darauf untersucht, ob eine Insiderinformation vorliegt und bewertet, ob die Voraussetzungen für einen Aufschieb der Veröffentlichung der Information (weiter) vorliegen. Die Gremien werden häufig als Ad-hoc-Ausschuss oder Ad-hoc-Komitee bezeichnet. Die Zusammensetzung dieses Gremiums variiert. Regelmäßig sind die Leiter verschiedener Bereiche Mitglied, z. B. Leiter IR, Leiter Recht, Leiter Rechnungswesen und Leiter Controlling. Ob ein Vorstandsmitglied auch Mitglied des Gremiums ist, hängt u. a. davon ab, ob das Gremium in Hinblick auf den Aufschieb der Veröffentlichung entscheidungsbefugt sein soll oder lediglich vorbereitend tätig werden soll. Hier ist es empfehlenswert, ein Template für einen Aufschieb vorzuhalten.



Es ist die Pflicht jedes Unternehmens, die Nachrichtenlage über das Unternehmen im Auge zu behalten, um rechtzeitig reagieren zu können, wenn ein „präzises Gerücht“ am Markt erscheint. Eine regelmäßige Überprüfung und Dokumentation der fortbestehenden Geheimhaltung muss stattfinden.

Die Unternehmen sind darüber hinaus verpflichtet, die getroffenen Entscheidungen und beschlossenen Maßnahmen zu dokumentieren.

¹ Zur Wahrung der Stabilität des Finanzsystems besteht für Kredit- und Finanzinstitute zudem die Möglichkeit, die Veröffentlichung der Insiderinformation gem. Art. 17 Abs. 5 und 6 MMVO aufzuschieben. Hierauf wird im Folgenden nicht weiter eingegangen.



Bei der Frage nach der Größe des Ad-hoc-Komitees gaben in der EQS-Umfrage 34 % aller Befragten an, dass es keines gäbe. Bei 20 % besteht es aus drei Personen.

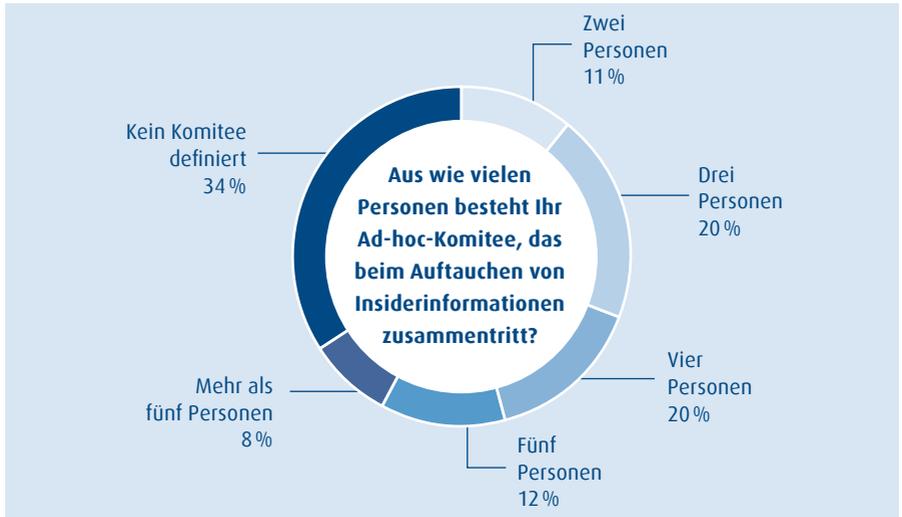


Abbildung 6: Ad-hoc-Komitee²

a) Berechtigtes Interesse

Ein berechtigtes Interesse kann gem. Erwägungsgrund 50 MMVO vorliegen, wenn etwa laufende Verhandlungen von der Veröffentlichung der Insiderinformation wahrscheinlich beeinträchtigt werden würden. Zudem fällt unter ein berechtigtes Interesse, wenn eine vom Geschäftsführungsorgan eines Emittenten getroffene Entscheidung der Zustimmung durch ein anderes Organ des Emittenten bedarf, um wirksam zu werden, und zudem eine Bekanntgabe der Information vor der Zustimmung zusammen mit der gleichzeitigen Ankündigung, dass die Zustimmung noch aussteht, die korrekte Bewertung der Information durch das Publikum gefährden würde.

Daneben hat die ESMA in ihren Leitlinien zu den Anforderungen an ein berechtigtes Interesse für den Aufschub der Veröffentlichung Stellung genommen. Danach liegen berechnigte Interessen insbesondere dann vor, wenn u. a.:

- (i) *der Emittent Verhandlungen führt und deren Ergebnis wahrscheinlich durch die unverzügliche Bekanntgabe gefährdet würde. Als Beispiel für solche Verhandlungssituationen werden Fusionen, Übernahmen, Aufspaltungen und Spin-offs, Erwerb oder Veräußerung von wesentlichen Vermögenswerten, Unternehmenszweigen, Umstrukturierungen und Reorganisationen genannt*



² EQS Group AG (5.10.2016): Die EU-Marktmissbrauchsverordnung. Drei Monate nach Inkrafttreten: Einschätzungen & Erfahrungen



- (ii) *die finanzielle Überlebensfähigkeit stark und unmittelbar gefährdet ist, ohne dass der Anwendungsbereich des anwendbaren Insolvenzrechts eröffnet ist, und wenn die unverzügliche Bekanntgabe die Interessen der vorhandenen oder potenziellen Aktionäre erheblich beeinträchtigen würde, indem der Abschluss der Verhandlungen, die eigentlich zur Gewährleistung der finanziellen Erholung des Emittenten gedacht sind, gefährdet würde*
- (iii) *die Insiderinformation sich auf von der Geschäftsleitung (d.h. Vorstand oder Geschäftsführung) getroffene Entscheidungen oder abgeschlossene Verträge bezieht, die nach nationalem Recht oder den Statuten des Emittenten für ihre Wirksamkeit der Zustimmung eines anderen Organs des Emittenten bedürfen (z.B. Aufsichtsrat, nicht aber Hauptversammlung), vorausgesetzt, dass*
 - *die unverzügliche Offenlegung der Information vor einer endgültigen Entscheidung die korrekte Bewertung der Information durch das Publikum gefährdet, und*
 - *der Emittent dafür Sorge getragen hat, dass die endgültige Entscheidung so schnell wie möglich getroffen wird*
- (iv) *der Emittent Produkte entwickelt oder Erfindungen gemacht hat und die unverzügliche Offenlegung der Information die geistigen Eigentumsrechte des Emittenten aller Wahrscheinlichkeit nach gefährdet*
- (v) *der Emittent plant, eine wesentliche Beteiligung an einem anderen Rechtsträger zu kaufen oder zu verkaufen und die Offenlegung dieser Information die Durchführung dieses Plans aller Wahrscheinlichkeit nach gefährden würde*
- (vi) *ein früher bereits angekündigtes Geschäft unter dem Vorbehalt der Genehmigung einer staatlichen Behörde steht und diese Genehmigung an weitere Auflagen gebunden ist, und die unverzügliche Offenlegung dieser Auflagen die Fähigkeit des Emittenten zur Erfüllung dieser Auflagen aller Wahrscheinlichkeit nach gefährden und damit den endgültigen Erfolg des Geschäfts letztlich verhindern kann*

Berechtigte Interessen liegen damit weiterhin nicht bereits dann vor, wenn der Aufschub ausschließlich zu dem Zweck erfolgen soll, dass Kursbewegungen verhindert oder Mitarbeiter vorab informiert werden sollen.

b) Keine Irreführung der Öffentlichkeit

Eine Veröffentlichung von Insiderinformationen darf nur aufgeschoben werden, wenn dies nicht dazu geeignet ist, die Öffentlichkeit irrezuführen. Der Aufschub der Veröffentlichung ist aber laut den ESMA-Leitlinien geeignet, die Öffentlichkeit irrezuführen, wenn

- (i) sich die Insiderinformation wesentlich von der früheren öffentlichen Bekanntmachung des Emittenten zu der Sache, auf die sich die Insiderinformation bezieht, unterscheidet;
- (ii) sich die Insiderinformation auf die Tatsache bezieht, dass die zuvor öffentlich bekanntgegebenen finanziellen Ziele des Emittenten aller Wahrscheinlichkeit nach nicht erreicht werden;
- (iii) die Insiderinformation im Gegensatz zu den Markterwartungen steht, sofern solche Markterwartungen auf vom Emittenten an den Markt gegebenen Signalen beruhen, etwa durch Interviews, Roadshows oder jegliche andere Art der vom Emittenten organisierten oder von ihm genehmigten Kommunikation.



IR-Abteilungen sollten die Kommunikation mit dem Kapitalmarkt (z. B. Analysten Calls, Capital Market Days, Interviews, (Deal-related) Roadshows, Kapitalerhöhung) sorgfältig dahingehend prüfen, ob etwaige frühere Aussagen Markterwartungen geweckt haben, die im Widerspruch mit der nunmehr vorliegenden Insiderinformation stehen. Interviews und Roadshows sollten wegen ihrer besonderen Bedeutung dahingehend überprüft werden, welche Markterwartungen damit geweckt werden.



Eine enge Zusammenarbeit mit den Bereichen Pressearbeit, Corporate Communication und Ähnlichem bietet sich im Sinne einer „One Voice Policy“ an.

c) Sicherstellung der Geheimhaltung

Nur wenn der Emittent die Geheimhaltung der Insiderinformation sicherstellen kann, kommt nach dem neuen Marktmissbrauchsrecht ein Aufschub der Veröffentlichung in Betracht. Die Veröffentlichung hat gem. Art. 17 Abs. 7 Unterabs. 2 MMVO auch im Falle eines auftretenden hinreichend präzisen Gerüchts unverzüglich zu erfolgen. In diesem Fall muss zwingend angenommen werden, dass die Geheimhaltung nicht mehr sichergestellt werden kann.



Wann ein Gerücht hinreichend präzise ist, wird in der MMVO jedoch nicht bestimmt. Nach Auffassung der BaFin ist ein Gerücht dann ausreichend präzise, wenn die daraus abzuleitende Information darauf schließen lässt, dass ein Informationsleck entstanden ist (wobei dessen Herkunft unerheblich ist), sodass die Vertraulichkeit nicht länger als gewahrt gelten kann.

Ein willkürliches Streuen diffuser Informationen, die einem Verbreiten von falschen oder irreführenden Informationen gleichkommt, in der Absicht, dem Emittenten richtigstellende Informationen zu entlocken, soll aber nicht als ausreichend präzise gelten.



Die BaFin gibt damit ausdrücklich die frühere Sphären-Theorie auf, wonach die Vertraulichkeit auch dann noch gewahrt war, wenn der Emittent sicherstellen konnte, dass das Informationsleck nicht aus seiner Sphäre stammt.



Eine „No Comment Policy“ ist damit bei präzisen Gerüchten nicht mehr zulässig!

d) Entscheidung über den Aufschub der Veröffentlichung

Die Veröffentlichung kann auf eigene Verantwortung des Emittenten aufgeschoben werden. Dafür ist es jedoch erforderlich, dass die Entscheidung genau dokumentiert wird.

Nach Art. 4 Abs. 1 Durchführungsverordnung (EU) 2016/1055 sind insbesondere das Datum und die Uhrzeit des erstmaligen Vorliegens der Insiderinformation, der Entscheidung(en) über einen Aufschub der Veröffentlichung und der wahrscheinlichen Bekanntgabe der Insiderinformation festzuhalten. Daneben muss dokumentiert werden, wer beim Emittenten für



- (i) *die Entscheidung über den Aufschub der Bekanntgabe und den Beginn und das voraussichtliche Ende des Aufschubs,*
- (ii) *die Gewährleistung der fortlaufenden Überwachung der Bedingungen für den Aufschub, und*
- (iii) *die Entscheidung über die Bekanntgabe der Insiderinformationen und die Vorlage der geforderten Informationen über den Aufschub und der schriftlichen Erläuterung bei der BaFin zuständig ist.*

Zu dokumentierende Daten bei Aufschub

Datum und Uhrzeit

- des Entstehens der Insiderinformation beim Emittenten
- der Entscheidung über den Aufschub der Bekanntgabe
- des Zeitpunkts der wahrscheinlichen Bekanntgabe

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 Bekanntgabe der Insiderinformationen
- die Vorlage der geforderten Informationen über den Aufschub und der schriftlichen Erläuterung bei der BaFin

Abbildung 7: Dokumentation bei Aufschub



Die BaFin verlangt weiterhin eine aktive Entscheidung, an der mindestens ein Vorstandsmitglied beteiligt sein muss, wenn von der Möglichkeit des Aufschubs Gebrauch gemacht werden soll.

Ferner sind Nachweise über die erstmalige Erfüllung der Voraussetzungen und für jegliche Änderungen der Erfüllung dieser Voraussetzungen des Aufschubs erforderlich. Hierzu zählen Nachweise zu sog. Informationshindernissen intern beim Emittenten und gegenüber Dritten, die den Zugang zu Insiderinformationen durch andere Personen als diejenigen verhindern, die sie für die normale Ausübung ihrer Arbeit, ihres Berufs oder ihrer Aufgaben beim Emittenten benötigen. Auch die getroffenen Vorkehrungen zur schnellstmöglichen Bekanntgabe der Insiderinformationen, wenn die Geheimhaltung nicht mehr gewährleistet ist, sind nachzuweisen.



Insgesamt sind die Voraussetzungen für den Aufschub fortlaufend zu überwachen; hierüber ist eine Dokumentation zu erstellen.

e) Mitteilung über vorherigen Aufschub an die BaFin

Sofern die Veröffentlichung der Insiderinformation zunächst aufgeschoben wurde und später erfolgte, müssen weitere Vorgaben im neuen Marktmissbrauchsrecht beachtet werden. Der Emittent ist gem. Art. 17 Abs. 4 Unterabs. 3 Satz 1 MMVO dazu verpflichtet, die BaFin darüber zu informieren, dass die nunmehr erfolgte Veröffentlichung zunächst aufgeschoben wurde. Ferner muss er erläutern, inwieweit die Voraussetzungen für einen Aufschub bis zur Veröffentlichung erfüllt wurden.

Dabei müssen gem. Art. 4 Abs. 3 Durchführungsverordnung (EU) 2016/1055 folgende Angaben in der Mitteilung gemacht werden:

Inhalt der Benachrichtigung über den Aufschub
Identität des Emittenten: Firma
Identität der mitteilenden Person: Vorname, Nachname, Position beim Emittenten
Kontaktangaben der mitteilenden Person: dienstliche E-Mail-Adresse und Telefonnummer
Angaben zu den offengelegten Insiderinformationen, die aufgeschoben wurden: <ul style="list-style-type: none"> • Titel der Aufschuberklärung • Referenznummer, sofern im System zur Verbreitung der Insiderinformationen eine vorhanden ist • Datum und Uhrzeit der Bekanntgabe der Insiderinformationen
Datum und Uhrzeit der Entscheidung über den Aufschub der Bekanntgabe von Insiderinformationen (ggf. mehrfach bei wiederholter Entscheidung)
Identität aller für die Entscheidung über den Aufschub der Bekanntgabe von Insiderinformationen verantwortlichen Personen

Abbildung 8: Mitteilung an BaFin bei Aufschub

Eine Verpflichtung zur zeitgleichen Übersendung der Aufschubmitteilung mit der Vorab-Meldung (vgl. Kapitel 1.5) besteht, anders als nach früherer Rechtslage, nicht mehr. Die BaFin akzeptiert dies aber auch weiterhin und erwartet jedenfalls eine unverzügliche Übermittlung nach Veröffentlichung der Insiderinformation.



Die Aufschubmitteilungen müssen nach wie vor per Telefax an die BaFin übermittelt werden.



Dienstleister bieten Software an, die diese Mitteilung an die BaFin übersenden.



Emittenten sind dazu angehalten, einen Prozess aufzusetzen, der die Einhaltung der Anforderungen an die Ad-hoc-Publizität sicherstellt.

Vorlagen für die Mitteilung über den Aufschub der Veröffentlichung sehen die europäischen Normen nicht vor. Emittenten sollten entsprechende Musterdokumente erstellen, um so die vollständige Informationsübermittlung unter Zeitdruck gewährleisten zu können.

Eine Maximaldauer des Aufschubs ist gesetzlich nicht vorgesehen. Allerdings ist zu beachten, dass die ESMA die unverzügliche Veröffentlichung als den Regelfall ansieht und den Aufschub nur ausnahmsweise als rechtmäßig anerkennt.

1.4 Reihenfolge bei Veröffentlichung

Insiderinformationen sind in einem fest vorgegebenen formalen Prozess zu veröffentlichen.

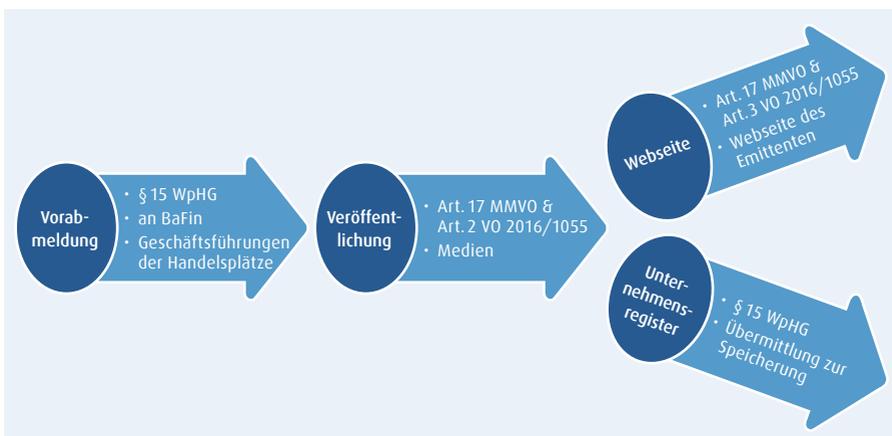


Abbildung 9: Reihenfolge bei Veröffentlichung

Wird diese Reihenfolge der Veröffentlichung nicht eingehalten, können Ermittlungen der BaFin wegen Verstoßes gegen die Ad-hoc-Pflicht folgen.



Dienstleister bieten Software für diesen Prozess an, mit der die Einhaltung dokumentiert werden kann.

1.5 Vorab-Meldung an BaFin und Handelsplätze

Inlandsemittenten oder MTF-Emittenten sind gem. § 15 Abs. 1 WpHG n. F. dazu verpflichtet, die Insiderinformation vor ihrer Veröffentlichung an die BaFin und die inländischen Handelsplätze, an denen die Finanzinstrumente dieses Emittenten zum Handel zugelassen oder in den Handel einbezogen sind, mitzuteilen.



Der Inlandsemittentebegriff ist dabei in § 2 Abs. 7 WpHG legaldefiniert. Wer MTF-Emittent ist, ergibt sich aus § 2 Abs. 7a WpHG.

Laut BaFin ist die Vorab-Meldung an alle inländischen Handelsplätze zu senden, an denen das Finanzinstrument zugelassen oder einbezogen ist, unabhängig davon, ob der Handel auf diesen Handelsplätzen mit Zustimmung des Emittenten erfolgt. Was ein „Handelsplatz“ ist, bestimmt sich über Art. 3 Abs. 1 Nr. 10 MMVO i. V. m. Art. 4 Abs. 1 Nr. 24 der Richtlinie (EU) 2014/65 (MiFID II) und beinhaltet regulierte Märkte, MTFs und OTFs. Der Betrieb von MTF- und OTF-Handelssystemen ist gem. Art. 5 Abs. 2 MiFID II genehmigungspflichtig. Nur solchermaßen genehmigte Handelsplätze dürfen vorab informiert werden, sofern an diesen das Finanzinstrument zum Handel zugelassen oder einbezogen ist. Denn zu diesem Zeitpunkt liegt noch eine Insiderinformation vor, die nur an den gesetzlich bestimmten Kreis weitergegeben werden darf, um nicht gegen das Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung gem. Art. 14 lit. c) MMVO zu verstoßen.



Das bedeutet laut BaFin, dass nicht pauschal alle Handelsplätze informiert werden dürfen, sondern nur diejenigen, an denen der Wert tatsächlich zugelassen oder einbezogen ist.



Ein Emittent sollte zur Gewährleistung dieser Vorgaben prüfen, an welchen inländischen Handelsplätzen sein Finanzinstrument zugelassen oder einbezogen ist. Informationen hierzu sind ggf. über Veröffentlichungsdienstleister und den WM-Datenservice zu erhalten, sollten aber ihrerseits überprüft werden.

Diese Prüfung sollte möglichst zeitnah vor der Vorab-Meldung erfolgen bzw. aus Aktualisierungsgründen wiederholt werden.

1.6 Veröffentlichung

Wie schon bisher muss die Veröffentlichung in der Weise erfolgen, dass es via elektronischer Mittel einer möglichst breiten Öffentlichkeit ermöglicht wird, unentgeltlich, schnell und zeitgleich in der gesamten EU auf sie zuzugreifen und sie vollständig, korrekt und rechtzeitig zu bewerten. Die Insiderinformation muss unmittelbar oder über einen Dritten an die Medien übermittelt werden, bei denen die Öffentlichkeit vernünftigerweise davon ausgeht, dass sie die Informationen tatsächlich verbreiten. Im neuen Marktmissbrauchsrecht ist dies in Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 1 MMVO i.V.m. Art.2 Durchführungsverordnung (EU) 2016/1055 geregelt.



Die Verbreitung muss aktiv erfolgen. Eine Veröffentlichung im Rahmen eines Blogs, Newsfeeds oder über soziale Medien genügt den Vorgaben nicht und darf erst nach der gesetzlich vorgesehenen Veröffentlichung erfolgen.

Grundsätzlich genügt eine Veröffentlichung der Insiderinformation in deutscher Sprache, sofern die Aktien ausschließlich im Inland gehandelt werden. Für Emittenten des Prime Standard besteht aber gem. §54 BörsO FWB die Pflicht, die Insiderinformation auch in englischer Sprache zu veröffentlichen.

Aus der Veröffentlichung muss sich eindeutig ergeben, dass es sich um die Veröffentlichung einer Insiderinformation handelt.



Veröffentlichung einer Insiderinformation gem. Artikel 17 MAR, übermittelt durch DGAP – ein Service der EQS Group AG.

Abbildung 10: Beispiel einer Veröffentlichung einer Insiderinformation

Angabe muss



- (i) die Identität des Emittenten oder des Teilnehmers am Markt für Emissionszertifikate: der vollständige rechtsgültige Name,
- (ii) die Identität der mitteilenden Person: Vorname, Nachname, Position beim Emittenten oder Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate,
- (iii) der Gegenstand der Insiderinformationen, und
- (iv) das Datum und die Uhrzeit der Übermittlung an die Medien.



Bei Verwendung einer Software der Veröffentlichungsdienstleister können die Grunddaten sowie die relevanten Aufsichtsbehörden und Medien schon im Vorfeld im System hinterlegt werden.

Die Veröffentlichung darf gem. Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 2 Satz 2 MMVO weiterhin nicht zu Marketingzwecken erfolgen.



Bei Insiderinformationen mit Bezug auf Finanz(kenn)zahlen müssen in der Veröffentlichung die Leitlinien der ESMA zu sog. Alternativen Leistungskennzahlen (APM) beachtet werden. Sie sehen vor, dass alternative Leistungskennzahlen wie EBITDA erläutert werden. Hierzu kann aber in der Ad-hoc-Meldung z. B. auf die Internetseite des Emittenten verwiesen werden, wenn dort die notwendigen Erläuterungen nachlesbar sind.



Daneben verlangt die BaFin auch künftig, dass die verwendeten Kennzahlen im Geschäftsverkehr üblich sind und einen Vergleich mit den zuletzt genutzten Kennzahlen ermöglichen.



Die Kennzahl EBITDA ist bspw. eine im Geschäftsverkehr übliche Kennziffer. Soll sie in einer Ad-hoc-Meldung veröffentlicht werden, müssen die Angaben nach den Vorgaben der BaFin einen Vergleich mit den entsprechenden Vorjahreszahlen und/oder prozentualen Veränderungen gegenüber Vorjahreszahlen ermöglichen. Die APM-Leitlinie der ESMA verlangt darüber hinaus, dass die Kennzahl EBITDA an geeigneter Stelle erläutert wird.

1.7 Einstellen auf der Webseite des Emittenten

Die Insiderinformationen sind im Anschluss an ihre Veröffentlichung auf der Webseite des Emittenten einzustellen. War dies bisher für die Dauer von mindestens einem Monat verlangt, ist die zeitliche Mindestdauer nun auf fünf Jahre ausgeweitet worden. Hierbei sind weitere formale Anforderungen zu beachten:



- (i) *Der Zugang muss diskriminierungsfrei und unentgeltlich sein.*
- (ii) *Die Informationen müssen in einem für den Nutzer leicht auffindbaren Abschnitt der Webseite eingestellt werden.*
- (iii) *Die Insiderinformationen müssen Angaben zu Datum und Uhrzeit der Bekanntgabe enthalten und in chronologischer Reihenfolge aufgelistet werden.*



Die Notwendigkeit der Angabe von Datum und Uhrzeit auf der Webseite ist neu. Gleiches gilt für die zwingende chronologische Auflistung. Die Webseiten sollten dahingehend kontrolliert werden, ob sie diese Anforderungen bereits erfüllen. Ein eigener Abschnitt auf der Webseite, auf dem nur Insiderinformationen veröffentlicht werden, ist nicht erforderlich, sofern sie klar und einfach als solche gefunden und identifiziert werden können.

1.8 Sanktionen bei Verstoß

Die Sanktionen im Falle eines Verstoßes gegen die Ad-hoc-Publizität sind im nationalen Recht geregelt. In Deutschland kommen gem. §§ 39 und 40d WpHG insbesondere folgende Sanktionen in Betracht:



Strafe

- bei Ad-hoc-Verstößen keine Strafe i. S. d. Strafrechts



Bußgeld

- bis zu EUR 1 Mio. bei natürlichen Personen
- bis zu EUR 2,5 Mio. bei juristischen Personen
- bis zum Dreifachen des aus dem Verstoß gezogenen wirtschaftlichen Vorteils
- bis zu 2 % des (Konzern-)Umsatzes des Emittenten



Naming and Shaming

- Veröffentlichung durch die BaFin
- vor Bestands- bzw. Rechtskraft
- unter Angabe von Namen

Abbildung 11: Sanktionen bei Verstoß gegen Ad-hoc-Publizität

Daneben kommen weitere verwaltungsrechtliche Sanktionen wie Unterlassungsanordnung, Aussetzung des Handels oder Berufsverbote in Betracht.



Zur Vermeidung von Verstößen und zur Sicherstellung der Compliance mit den MMVO-Anforderungen sollten regelmäßig Schulungen im Unternehmen durchgeführt werden, damit alle Personen, die mit Fragen der Ad-hoc-Publizität befasst sind, den aktuellen Stand der Rechtslage kennen und sich entsprechend verhalten können. Daneben sollten unternehmensspezifische Richtlinien erstellt und eindeutige Zuständigkeiten festgelegt werden, um in zeitkritischen Situationen rechtssicher handeln zu können.

1.9 Ad-hoc-Publizität in Kürze

- Begriff der Insiderinformation ist ähnlich zu dem im WpHG a. F.:
 - (i) nicht öffentlich bekannte präzise Information
 - (ii) betrifft unmittelbar den Emittenten
 - (iii) Umstand/Ereignis hat erhebliche Kursrelevanz
- Geltung der Probability/Magnitude-Formel noch offen
- Pflicht zur Offenlegung einer Insiderinformation; es bestehen Aufschubmöglichkeiten
- Zeitpunkt: sobald wie möglich entspricht unverzüglich:
AKTIVE Kommunikation mit dem obersten Ziel, Investoren zu erreichen
- Anders als nach alter Rechtslage genügt eine No Comment Policy bei präzisen Gerüchten nicht mehr
- Aufschubmöglichkeit erheblich eingeschränkt, ausführliche Dokumentation
- Aufschub auf eigene Verantwortung: klare Zuständigkeitsregelungen für die Prüfung der Voraussetzungen des Aufschubs sowie die endgültige Entscheidung über die Veröffentlichung, Speicherung der Daten und die Kommunikation mit der Behörde
- Je mehr Personen an dem Prozess beteiligt sind, desto schärfere Informationsbarrieren intern sind notwendig
- Rechtsfolgen wurden erheblich verschärft

2. Eigengeschäfte von Führungskräften

Wichtige Rechtsgrundlagen

- Art. 19 MMVO, Verordnung (EU) 596/2014 (statt § 15a WpHG a. F. bis Juli 2016)
- § 15 WpHG n. F. (seit Juli 2016)
- Art. 7 – 9 Delegierte Verordnung (EU) 2016/522 der Kommission
- Durchführungsverordnung (EU) 2016/523 der Kommission; Format und Vorlage für Mitteilung von Eigengeschäften
- BaFin, FAQ zu Eigengeschäften von Führungskräften nach Art. 19 der Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014
- WpAIV
- ESMA Questions & Answers on the Market Abuse Regulation, ESMA/2016/1520
- BaFin-Musterformular für Mitteilungen von Eigengeschäften von Führungspersonen
- Art. 56 Benchmark-Verordnung
- ESMA Final Report technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation, ESMA/2015/224
- ESMA Final Report Draft Technical Standards on the Market Abuse Regulation, ESMA/2015/1455

Unter dem Begriff der Eigengeschäfte von Führungskräften werden Geschäfte mit Aktien oder sonstigen Finanzinstrumenten von Personen verstanden, die bei dem Emittenten dieser Finanzinstrumente Führungspositionen wahrnehmen. Die bisher in § 15a WpHG geregelten Directors' Dealings werden nunmehr in Art. 19 MMVO europaweit einheitlich und unmittelbar geltend für alle Betroffenen geregelt.

2.1 Kreis der Meldepflichtigen

Meldungen über Eigengeschäfte müssen Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen, sowie zu diesen in enger Beziehung stehende Personen abgeben. Diese beiden Personenkreise werden in der MMVO definiert.

Eine „Person, die Führungsaufgaben wahrnimmt“, bezeichnet eine Person innerhalb eines Emittenten,

a) die einem Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgan dieses Unternehmens angehört, oder

b) die als höhere Führungskraft zwar keinem der unter Buchstabe a) genannten Organe angehört, aber regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen mit direktem oder indirektem Bezug zu diesem Unternehmen hat und befugt ist, unternehmerische Entscheidungen über zukünftige Entwicklungen und Geschäftsperspektiven dieses Unternehmens zu treffen.



Damit sind insbesondere Vorstandsmitglieder einer AG bzw. Geschäftsführer einer GmbH meldepflichtige Personen. Ebenso sind Aufsichtsratsmitglieder, und zwar sowohl die Arbeitnehmer- als auch die Anteilseignervertreter, meldepflichtig. Je nach Ausgestaltung der Kompetenzen können aber auch die Mitglieder des Beirates einer GmbH meldepflichtig sein. Gleiches kann für einen Alleingesellschafter einer GmbH gelten.

Aus Gründen der Vermeidung von sog. Umgehungsgeschäften müssen zusätzlich auch alle Personen, die mit den Führungspersonen in enger Beziehung stehen, Geschäfte mit Finanzinstrumenten des Emittenten melden. Dies sind:

- a) Ehepartner oder ein Partner dieser Person, der nach nationalem Recht einem Ehepartner gleichgestellt ist
- b) ein unterhaltsberechtigtes Kind entsprechend dem nationalen Recht
- c) ein Verwandter, der zum Zeitpunkt der Tätigkeit des betreffenden Geschäfts seit mindestens einem Jahr demselben Haushalt wie die Führungsperson angehört
- d) eine juristische Person, Treuhand- oder Personengesellschaft,
 - (i) deren Führungsaufgaben durch eine Person, die Führungsaufgaben wahrnimmt, oder eine in den Buchstaben a, b oder c genannte Person wahrgenommen werden,
 - (ii) die direkt oder indirekt von einer solchen Person kontrolliert wird, oder
 - (iii) die zugunsten einer solchen Person gegründet wurde, oder
 - (iv) deren wirtschaftliche Interessen weitgehend denen einer solchen Person entsprechen



Damit sind getrenntlebende, aber noch nicht geschiedene Ehepartner ebenso meldepflichtig wie erwachsene Kinder, soweit diese noch unterhaltsberechtig sind, auch wenn sie nicht im selben Haushalt leben. Ob tatsächlich Unterhalt geleistet wird, ist irrelevant. Der oder die Geliebte wird hingegen nicht als meldepflichtig betrachtet, jedoch der gleichgeschlechtliche eingetragene Lebenspartner schon.



Die Führungspersonen einer garantiegabenden Muttergesellschaft sind in Bezug auf Geschäfte mit den garantierten Schuldverschreibungen der Tochtergesellschaft nur dann meldepflichtig, wenn sie auch Führungsperson der Tochtergesellschaft sind, etwa, weil sie gleichzeitig auch Organmitglieder der Tochtergesellschaft oder mit dieser in enger Beziehung stehende Personen sind.

Nach vorläufiger Rechtsauffassung der BaFin

- a) ist der Emittent selbst nicht als juristische Person, bei der die Führungsperson Führungsaufgaben wahrnimmt, zu bewerten, sodass etwa der Erwerb eigener Aktien nicht nach Art. 19 MMVO meldepflichtig ist.
- b) sind gemeinnützige Gesellschaften und Einrichtungen nicht meldepflichtig, sodass etwa Vereine, in denen die Führungsperson ebenfalls eine Führungsaufgabe wahrnimmt, im Fall eines Erwerbs von Finanzinstrumenten nicht meldepflichtig sind.
- c) ist eine andere juristische Person nicht allein deshalb meldepflichtig, weil die Führungsperson oder eine mit ihr in enger Verbindung stehende Person auch dort eine Führungsaufgabe wahrnimmt, sodass eine Meldepflicht nicht allein aufgrund reiner Doppelmandate entsteht.
- d) besteht eine Meldepflicht bei einem Eigengeschäft einer Gesellschaft nur dann, wenn eine Führungskraft des Emittenten (oder eine natürliche Person, die zur Führungskraft in enger Beziehung steht) die Möglichkeit hat, für sich einen signifikanten wirtschaftlichen Vorteil zu sichern. Ein solch signifikanter wirtschaftlicher Vorteil kann z. B. dann erzielt werden, wenn die Führungskraft oder die natürliche Person, die zu der Führungskraft in enger Beziehung steht, an der Gesellschaft mit 50 % oder mehr beteiligt ist oder wenn ihr 50 % oder mehr der Gewinne der Gesellschaft zugerechnet werden.



2.2 Liste der Meldepflichtigen

Der Emittent ist gem. Art. 19 Abs. 5 MMVO dazu verpflichtet, eine Liste der Meldepflichtigen zu führen und diese fortlaufend zu aktualisieren. In diese Liste sind nicht nur die Führungspersonen, sondern auch die Personen, die zu den Führungspersonen in enger Beziehung stehen, aufzunehmen. Sie muss unabhängig von konkreten Geschäften und auch unabhängig davon, ob Meldepflichtige überhaupt Eigengeschäfte tätigen wollen, geführt werden.



Da der Emittent regelmäßig keine Kenntnis über die in enger Beziehung stehenden Personen hat, sollte er diese Angaben bei seinen Führungspersonen abfragen und turnusmäßig um Überprüfung und ggf. Aktualisierung bitten. Hierzu bietet sich ein Formular an, in das die Führungspersonen ihre Angaben einfügen können. Nach Auffassung der BaFin sind Angaben zum Namen grundsätzlich ausreichend. Nur bei Verwechslungsgefahr, etwa wegen Namensgleichheit, soll ein weiteres Identifizierungsmerkmal, z. B. das Geburtsdatum, ergänzt werden. Aus Sicht des Emittenten kann es sich anbieten, von der Führungsperson zusätzlich Angaben zu der Art der engen Beziehung zu erbitten, um so später eingehende Directors' Dealings-Meldungen besser einordnen zu können. Unter die Art der Beziehungen können Angaben wie bspw. „Ehepartner“, „unterhaltsberechtigtes Kind“ oder „juristische Person, die zugunsten der Führungsperson gegründet wurde“ fallen.

Diese Liste der Meldepflichtigen kann z. B. wie folgt gestaltet werden:

Name, Vorname des Meldepflichtigen	Beschreibung der Beziehung zur Führungsperson, einschließlich Name der Führungsperson
Maier, Hilde	Ehefrau von Vorstandsmitglied Klaus Maier

Abbildung 12: Beispielhafte Liste der meldepflichtigen Personen



In der Praxis haben viele Unternehmen Schwierigkeiten, die benötigten Daten zu erhalten. Es wird den Unternehmen geraten, ihre Führungskräfte hierfür zu sensibilisieren und sie um Kooperation zu bitten.

2.3 Meldepflichtige Geschäfte über Finanzinstrumente

Meldepflichtig sind alle Geschäfte von meldepflichtigen Personen mit Anteilen oder Schuldtiteln des Emittenten, damit verbundenen Derivaten oder anderen damit verbundenen Finanzinstrumenten. Eine Meldepflicht besteht jedoch erst dann, wenn innerhalb eines Kalenderjahres ein Gesamtvolumen von EUR 5.000 erreicht ist. Das relevante Gesamtvolumen errechnet sich durch Addition aller meldepflichtigen Geschäfte ohne „Netting“, d. h. durch Addition aller Werte der getätigten Geschäfte, ohne dass etwa Käufe mit Verkäufen saldiert werden dürfen. Die BaFin hat bisher von der in der MMVO vorgesehenen Möglichkeit der Anhebung der Bagatellschwelle von EUR 5.000 auf EUR 20.000 keinen Gebrauch gemacht.



Erst das Geschäft, mit dem die Meldeschwelle erreicht wird, ist meldepflichtig. Beispiel: Vorstand A kauft am 3. Januar für EUR 3.500 Aktien und verkauft am 5. September für EUR 2.500 Aktien. Nur der Verkauf ist zu melden.



Für die Zwecke der Berechnung der Meldeschwelle von EUR 5.000 sind die Geschäfte der Führungsperson und der mit ihr in enger Beziehung stehenden Personen nach Auffassung der BaFin nicht zusammenzurechnen.

Der Kreis der meldepflichtigen Geschäfte ist im Vergleich zur früheren Rechtslage deutlich erweitert worden. Die in Art. 19 Abs. 7 MMVO und Art. 10 Abs. 2 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/522 aufgelisteten meldepflichtigen Geschäfte sind nur beispielhaft. Hierzu zählen:

- a) *Erwerb, Veräußerung, Leerverkauf, Zeichnung oder Austausch*
- b) *Annahme oder Ausübung einer Aktienoption, einschließlich der Führungskräften oder Arbeitnehmern im Rahmen ihres Vergütungspakets gewährten Aktienoptionen, und die Veräußerung von Anteilen, die aus der Ausübung einer Aktienoption resultieren*
- c) *Eingehen oder Ausüben von Aktien-Swaps*
- d) *Geschäfte mit oder im Zusammenhang mit Derivaten, einschließlich Geschäfte mit Barausgleich*
- e) *Abschluss von Differenzkontrakten über ein Finanzinstrument des betreffenden Emittenten oder über Emissionszertifikate oder darauf beruhenden Auktionsobjekten*
- f) *Erwerb, Veräußerung oder Ausübung von Rechten, einschließlich Verkaufs- und Kaufoptionen, sowie Optionsscheine*
- g) *Zeichnung einer Kapitalerhöhung oder Schuldtitelemision*
- h) *Geschäfte mit Derivaten und Finanzinstrumenten im Zusammenhang mit einem Schuldtitle des betreffenden Emittenten, einschließlich Kreditausfall-Swaps*
- i) *an Bedingungen geknüpfte Geschäfte bei Eintritt dieser Bedingungen und tatsächlicher Ausführung der Geschäfte*
- j) *automatische und nicht automatische Umwandlung eines Finanzinstruments in ein anderes Finanzinstrument, einschließlich des Austauschs von Wandelschuldverschreibungen in Aktien*
- k) *getätigte oder erhaltene Zuwendungen und Spenden sowie entgegen-genommene Erbschaften*
- l) *ausgeführte Geschäfte mit an einen Index gekoppelten Produkten, Wertpapieren und Derivaten, sofern nach Art. 19 MMVO eine Meldung vorgeschrieben ist*
- m) *Geschäfte, die mit Anteilen an Investitionsfonds ausgeführt werden, darunter alternative Investmentfonds (AIF) gem. Art. 1 der Richtlinie 2011/61/EU, sofern nach Art. 19 MMVO eine Meldung vorgeschrieben ist*
- n) *Geschäfte, die vom Verwalter eines AIF ausgeführt werden, in den die Person, die Führungsaufgaben wahrnimmt, oder eine eng mit ihr verbundene Person investiert hat, sofern nach Art. 19 MMVO eine Meldung vorgeschrieben ist*
- o) *Geschäfte, die von einem Dritten im Rahmen eines einzelnen Portfolioverwaltungs- oder Vermögensverwaltungsmandats im Namen oder zugunsten einer Person, die Führungsaufgaben wahrnimmt, oder eine eng mit ihr verbundene Person ausgeführt werden*
- p) *Leihgeschäfte mit Anteilen oder Schuldtiteln des Emittenten oder mit Derivaten oder anderen damit verbundenen Finanzinstrumenten sowie ausdrücklich das Verpfänden oder Verleihen von Finanzinstrumenten*
- q) *Geschäfte von Personen, die gewerbsmäßig Geschäfte vermitteln oder ausführen, auch wenn dabei ein Ermessen ausgeübt wird*
- r) *ggf. auch Geschäfte, die im Rahmen einer Lebensversicherung getätigt werden*



Geschäfte, die vom Eintritt einer weiteren Bedingung abhängen, sind erst dann zu melden, wenn das Geschäft tatsächlich durchgeführt wird. Dies ist dann der Fall, wenn die aufschiebende Bedingung eintritt.



Insbesondere bei außerbörslichen größeren Transaktionen, die unter Bedingungen stehen, etwa einem Kartellvorbehalt, sollten die Meldepflichtigen prüfen, wann die Transaktion meldepflichtig ist und ob sie in eine Closed Period fällt.

Irrelevant ist für die Meldepflicht, ob die Geschäfte börslich oder außerbörslich getätigt wurden.



Es sollte überprüft werden, ob Führungspersonen im Unternehmen Vergütungsbestandteile erhalten, die unter die Meldepflicht und ggf. auch unter das Handelsverbot während der Closed Periods (vgl. Kapitel 2.7) fallen.

Im Rahmen der Benchmark-Verordnung (sog. Quickfix) sind gewisse Ausnahmen von der Meldepflicht in Art. 19 MMVO aufgenommen worden.



Bei Fonds besteht bspw. keine Meldepflicht, wenn die Finanzinstrumente des Emittenten nicht mehr als 20 % der Risikoposition übersteigen und sich die Zusammensetzung des Fonds ändert. Die meldepflichtige Person muss für das Bestehen der Meldepflicht die Zusammensetzung des Fonds kennen (können). Dabei hat der Meldepflichtige jedoch alle zumutbaren Anstrengungen zu unternehmen, um die verfügbaren Informationen zu erhalten.



Ein Fonds besteht aus Aktien von verschiedenen Emittenten. Die Aktien von Emittent A machen einen Anteil von 30 % des gesamten Fondsvermögens aus. Tätigt nun B, der bei Emittent A Mitglied im Aufsichtsrat ist, ein Geschäft im Zusammenhang mit diesem Fonds, z. B. Kauf, ist dies meldepflichtig, wenn er die Zusammensetzung des Fonds kennt oder kennen kann.



In der Praxis haben auch hier viele Unternehmen Schwierigkeiten, die benötigten Daten zu erhalten. Es wird den Unternehmen geraten, ihre Führungskräfte hierfür zu sensibilisieren und sie um Kooperation zu bitten.

2.4 Frist der Meldepflicht



Die Meldepflicht ist im Vergleich zur bisherigen Rechtslage von fünf auf drei Werktage verkürzt worden. Der Samstag ist dabei bisher inkludiert.

Zunächst hat der Meldepflichtige innerhalb von drei Werktagen nach dem Abschluss des schuldrechtlichen Geschäfts sowohl dem Emittenten als auch gegenüber der BaFin eine Meldung abzugeben. Eine Ausnahme besteht für Geschäfte unter aufschiebender Bedingung. Mit gleicher Frist hat der Emittent die Meldung in der Form zu veröffentlichen, dass die Information schnell und nicht diskriminierend zugänglich ist. Der Emittent ist gem. Art. 19 Abs. 3 Unterabs. 2 MMVO dazu verpflichtet, auf Medien zurückzugreifen, bei denen vernünftigerweise davon ausgegangen werden kann, dass sie die Information tatsächlich an die Öffentlichkeit in der gesamten Europäischen Union weiterleiten.

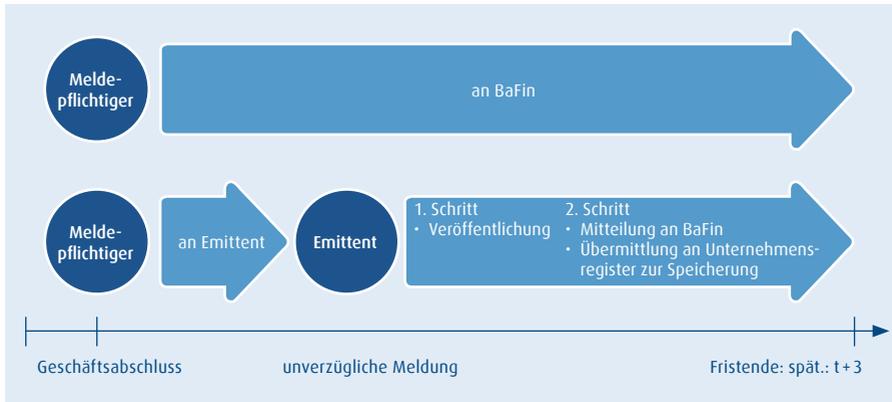


Abbildung 13: Frist der Meldepflicht



In der Praxis bedienen sich die Emittenten hierfür verschiedener Dienstleister, wie EQS, pressetext, euro adhoc, die die Meldung europaweit verbreiten.

Der Emittent hat gem. § 15 Abs. 2 WpHG n.F. die Meldung dem Unternehmensregister zur Speicherung unverzüglich, jedoch nicht vor der Veröffentlichung zu übermitteln und der BaFin die Veröffentlichung mitzuteilen.



Trotz unterschiedlicher Bezeichnung in Art. 19 MMVO (Geschäfts- und Arbeitstag) sind einheitlich Werktage gemeint. Unter einem Werktag sind alle Wochentage zu verstehen, die keine Sonn- oder Feiertage sind, d.h. Samstage sind derzeit Geschäfts- bzw. Arbeitstage in diesem Sinne. Ein für die Berechnung beachtlicher Feiertag liegt vor, wenn der fragliche Tag am Sitz des Emittenten oder an einem der Dienstsitze der BaFin (Hessen bzw. Nordrhein-Westfalen) ein gesetzlicher Feiertag ist. Auf den Sitz des Meldepflichtigen oder den Ort des Geschäftsabschlusses kommt es nicht an.
Hinweis: Kommt es bei Directors' Dealings auf Werktage an, ist die gesetzliche Meldefrist bei Stimmrechtsmitteilungen in Handelstagen bemessen.

Die Fristen für den Meldepflichtigen und den Emittenten laufen parallel und beginnen jeweils bereits mit dem Geschäftsabschluss.



Den Emittenten wird empfohlen, die Führungspersonen auf dieses Fristproblem hinzuweisen und auf eine möglichst rasche Abgabe der Meldung hinzuwirken. Die Führungspersonen sollten eine entsprechende Bitte an die mit ihnen in enger Verbindung stehenden Personen weitergeben. Die bisher strikte Auslegung der Fristen durch die BaFin führt dazu, dass Emittenten grundsätzlich auch an Samstagen eingehende Meldungen der Meldepflichtigen bearbeiten und ggf. veröffentlichen müssen. Entsprechende Kommunikationsprozesse sollten im Unternehmen eingerichtet werden.



Die BaFin akzeptiert weiterhin, dass die eigentliche Meldung des Meldepflichtigen durch einen Dritten erfolgt, z. B. einen Rechtsanwalt oder den Emittenten. Dann trifft den Meldepflichtigen allerdings eine Organisations- und Überwachungspflicht. Er muss also sicherstellen und kontrollieren, dass bei der Einschaltung des Dritten die Meldepflichten ordnungsgemäß erfüllt werden.

2.5 Notwendiger Inhalt der Meldungen

Teilweise bestimmt die MMVO selbst, welche Angaben in einer Directors' Dealings-Meldung zu machen sind, etwa in Art. 19 Abs. 6 MMVO. Konkretisiert und weiter ausgestaltet wird dies jedoch mit der Durchführungsverordnung (EU) 2016/523, die das zwingend zu verwendende Formular einer Meldung enthält.



Die BaFin hält Musterformulare für Meldungen über Eigengeschäfte zum Download in deutscher und englischer Sprache bereit.

Danach ist insbesondere der Name des Meldepflichtigen und der Grund der Meldung anzugeben. Beim Grund der Meldung muss die Position bzw. der Status des Meldepflichtigen angegeben werden. Handelt es sich um eine Meldung einer in enger Beziehung stehenden Person, soll auch der Name und die Position der Führungsperson mit aufgenommen werden.

Zur Identifizierung des Emittenten ist nicht nur dessen Firma, sondern auch der Legal Entity Identifier-Code (sog. LEI) anzugeben.



Bei dem LEI handelt es sich nicht um die Handelsregisternummer, sondern um den Code gem. ISO 17442 LEI-Code. Der LEI eines Emittenten kann in verschiedenen Datenbanken recherchiert werden, z. B. unter <https://www.leireg.de/>

Des Weiteren sind Angaben zum Geschäft zu machen. Hierfür muss zunächst das betreffende Finanzinstrument beschrieben werden. In dem in der Verordnung als Anlage enthaltenen Muster ist die Angabe vorgesehen, ob es sich um Aktien, Schuldtitel, ein Derivat oder ein Finanzinstrument, das mit einer Aktie oder einem Schuldtitel verbunden ist, handelt. Dabei ist auch die Kennung des

Finanzinstruments (ISIN) anzugeben. Ferner muss die Art des Geschäfts beschrieben werden, und es muss angegeben werden, ob das Geschäft mit der Teilnahme an einem Belegschaftsaktienprogramm im Zusammenhang steht. Sowohl Preis und „Volumen“ sind in einem Eurobetrag jeweils für das einzelne Geschäft anzugeben. Dies gilt auch für eventuelle Teilausführungen des Geschäfts.



Die Angaben in aggregierter Form, d. h. als Summe der mit dieser Mitteilung gemeldeten Geschäfte, sind hingegen nach Ansicht der BaFin grundsätzlich optional, allerdings inzwischen üblich.

Mehrere Geschäfte können dabei in einer Meldung zusammengefasst werden, soweit für jedes Geschäft die Meldefrist eingehalten wird. Dabei darf das Muster aber nicht dahingehend verwendet werden, dass Geschäfte unterschiedlicher Art, etwa Kauf und Verkauf, zusammengefasst bzw. miteinander verrechnet werden.

(c) Preis(e) und Volumen

Währung	Preis	Volumen
EUR	12,46	2.379,86
EUR	12,46	2.292,64
EUR	12,35	2.778,75
EUR	12,36	2.952,85
EUR	12,36	2.668,68
EUR	12,36	7.536,55
EUR	12,35	2.308,98
EUR	12,37	2.336,99
EUR	12,32	2.265,96
EUR	12,37	2.312,26
EUR	12,40	2.306,40

d) Aggregierte Informationen
Preis EUR 12,3710

Aggregiertes Volumen
EUR 32.139,91

Abbildung 14: Beispielhafte Darstellung der Teilausführungen

Die Vorgaben des Musters führen dazu, dass keine Angaben zur Stückzahl der Finanzinstrumente vorgesehen sind. Diese lassen sich ausschließlich aufgrund der Angaben von Preis und Volumen errechnen. Daneben müssen Ort und Datum des Geschäfts dokumentiert werden. Sofern es sich bei dem Handelsplatz um einen Handelsplatz gem. MiFID handelt, ist dessen Name und Kennung zu vermerken. Andernfalls soll „außerhalb eines Handelsplatzes“ (z. B. bei einem außerbörslichen Paketerwerb) angegeben werden. Bei der Angabe der Uhrzeit ist darauf zu achten, dass das Muster das Datum nach „UTC“ – also „Coordinated Universal Time“ – verlangt.



Das Geschäft wurde am 3. Juli 2016 in Frankfurt am Main, d. h. während der Sommerzeit, getätigt.

Es ist wie folgt anzugeben: **2016-07-03 + 02.00**

Das Geschäft wurde am 3. Dezember 2016 in Frankfurt am Main, d. h. zur Winterzeit, getätigt. Es ist wie folgt anzugeben: **2016-12-03 + 01.00**

Für die europaweite Verbreitung sollte ein kostenloser Push-Dienst verwendet werden. Derzeit sind mehrere Anbieter am Markt tätig, z. B. EQS Group und euro adhoc. Die Belegübermittlung kann durch einen Dienstleister erfolgen, wie es auch bei der Veröffentlichung von Ad-hoc-Mitteilungen möglich ist. Die reine Veröffentlichung auf der Unternehmenswebseite reicht nicht aus.

Sämtliche der in dem Muster vorgesehenen Daten sind gem. Art. 19 Abs. 15 MMVO vom Emittenten zu veröffentlichen.

Notwendige Angaben einer Directors' Dealings-Meldung
Name <ul style="list-style-type: none"> • natürliche Person: Vor- und Nachname • juristische Person: vollständiger Unternehmensname, Rechtsform wie im Handelsregister eingetragen
Grund der Meldung <ul style="list-style-type: none"> • Position/Status der Person • neue Meldung bzw. Berichtigung, dann Erläuterung des Fehlers
Angaben über den Emittenten <ul style="list-style-type: none"> • Firma • LEI-Code
Details des Geschäfts <ul style="list-style-type: none"> • 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 ISIN • Art des Geschäfts • Preis und Volumen (MiFIR) • ggf. Darstellung in aggregierter Form • Datum (nach ISO 8601: YYYY-MM-DD, UTC) der Transaktion • Ort der Transaktion (MiFIR)

Abbildung 15: Angaben einer Directors' Dealings-Meldung



Nach der Durchführungsverordnung (EU) 523/2016 ist es nicht vorgeschrieben, das Meldeformular mit Datum und Unterschrift zu versehen. Die BaFin beanstandet es jedoch nicht, wenn der Meldepflichtige das Meldeformular auch mit Datum und Unterschrift versieht.

Meldepflichtige haben das ausgefüllte Formular per Fax an die BaFin zu übersenden.

Bei der Ermittlung der für Directors' Dealings-Meldungen zuständigen Behörde kommt es im internationalen Kontext auf den Sitz des Emittenten an.

Beispiel: Emittent A hat seinen Sitz in Luxemburg. Die Aktien sind aber nur an der Frankfurter Börse gelistet. Vorstandsmitglied B schickt die Meldungen über die Geschäfte mit Aktien von A an die luxemburgische Aufsichtsbehörde (vgl. zuständige Aufsichtsbehörden für Marktmissbrauch).

2.6 Belehrungs- und Dokumentationspflichten

Die MMVO sieht Belehrungs- und Dokumentationspflichten in Bezug auf die Meldepflichten vor. Einerseits haben Emittenten die Personen, die bei ihnen Führungsaufgaben wahrnehmen, gem. Art. 19 Abs. 5 Unterabs. 1 Satz 1 MMVO von ihren Verpflichtungen im Rahmen der Directors' Dealings schriftlich in Kenntnis zu setzen. Andererseits haben die Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen, die mit ihnen in enger Beziehung stehenden Personen ebenfalls schriftlich von ihren Verpflichtungen im Rahmen der Directors' Dealings zu informieren. Von diesen Belehrungen muss gem. Art. 19 Abs. 5 Unterabs. 2 MMVO jeweils eine Kopie des Dokuments aufbewahrt werden. Muster für solche Belehrungen sind weder in der MMVO bzw. den begleitenden Rechtsakten enthalten noch von der BaFin veröffentlicht.

Die Belehrungen gegenüber den Führungspersonen haben im Vergleich zu den Belehrungen gegenüber den mit diesen in enger Beziehung stehenden Personen zusätzlich auf die Pflicht der Führungspersonen hinzuweisen, die in enger Beziehung stehenden Personen zu belehren.



Emittenten wird empfohlen, Muster für die Belehrung der Führungspersonen zu erstellen und sich die erfolgte Belehrung bestätigen zu lassen.

Häufig erstellen Emittenten darüber hinaus auch Muster für die Belehrungen, die die Führungspersonen gegenüber den mit ihnen in enger Beziehung stehenden Personen durchzuführen haben. Auch die Führungspersonen sollten sich die erfolgten Belehrungen durch die in enger Beziehung stehenden Personen bestätigen lassen. Die auf diese Weise dokumentierten Belehrungen sollte die jeweilige Führungsperson aufbewahren. Erweitert sich der Kreis der Meldepflichtigen im Laufe der Zeit – etwa durch Heirat, Geburt etc. – müssen diese neuen Meldepflichtigen ebenfalls entsprechend belehrt werden.



Die Mehrheit (53 %) der Belehrungsschreiben von Führungskräften gegenüber den eng verbundenen Personen werden derzeit von den Emittenten archiviert. Dies steht im Widerspruch zur MMVO, die diese Aufgabe den Führungspersonen selbst zuschreibt.

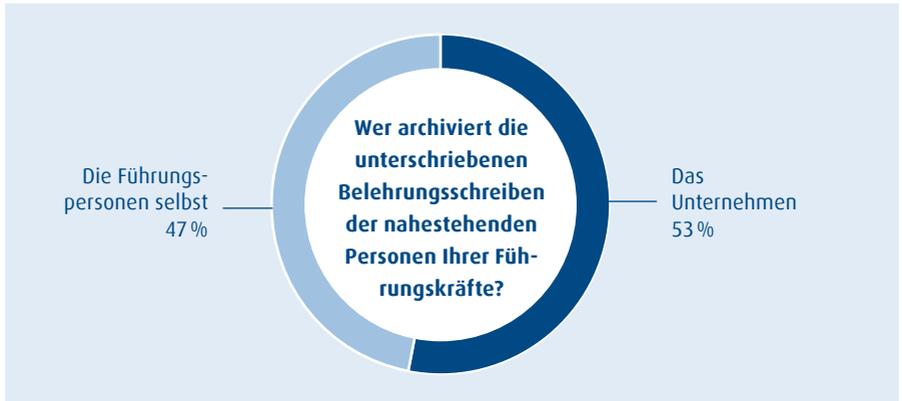


Abbildung 16: Archivierung der Belehrungsschreiben der nahestehenden Personen³

2.7 Handelsverbot während Closed Periods

a) Grundsätzliches Handelsverbot

Mit Art. 19 Abs. 11 MMVO wurde erstmals ein gesetzliches Handelsverbot innerhalb bestimmter Zeiträume (sog. Closed Period) gesetzlich geregelt, das bis dato entsprechend einer weit verbreiteten Marktpraxis häufig in unternehmensinternen Richtlinien mit ähnlichen Vorgaben vorgesehen war.

Nur Personen, die Führungsaufgaben beim Emittenten wahrnehmen, dürfen innerhalb des Handelsverbots weder direkt noch indirekt Eigengeschäfte oder Geschäfte für Dritte tätigen.



Zwar sind nach dem Wortlaut lediglich Führungspersonen, nicht jedoch mit diesen in enger Beziehung stehende Personen vom Handelsverbot erfasst. Dennoch geht die BaFin davon aus, dass je nach den Umständen des Einzelfalls auch Geschäfte der eng verbundenen Personen verboten sein können, wenn dies ein indirektes Geschäft der Führungsperson darstellt. Damit sollen Umgehungsversuche verhindert werden.

³ EQS Group AG (5.10.2016): Die EU-Marktmissbrauchsverordnung. Drei Monate nach Inkrafttreten: Einschätzungen & Erfahrungen



Das Handelsverbot besteht für einen Zeitraum von 30 Kalendertagen vor Ankündigung eines Zwischenberichts oder eines Jahresabschlussberichts, zu deren Veröffentlichung der Emittent entweder nach den Vorschriften des Handelsplatzes, auf dem die Aktien des Emittenten zum Handel zugelassen sind, oder nach dem nationalen Recht verpflichtet ist.

Der Tag der Veröffentlichung des Berichts bzw. der vorläufigen Zahlen bestimmt das Ende des 30-tägigen Handelsverbots. Die Closed Period ist in der Form zu bestimmen, dass vom vorgesehenen Veröffentlichungstag 30 Tage zurückzurechnen sind, wobei der Tag der Veröffentlichung den 30. Tag bestimmt.

Entgegen dem missverständlichen Wortlaut ist mit der Ankündigung nicht etwa die Veröffentlichung des Finanzkalenders oder der Vorabkennzeichnung gem. §§ 37v, 37w oder 37y WpHG gemeint. Vielmehr ist grundsätzlich das angekündigte Datum der Veröffentlichung des jeweiligen Berichts gemeint.



Die Veröffentlichung vorläufiger Geschäftszahlen kann unter bestimmten Voraussetzungen (laut ESMA) die Closed Period beenden.

Auf das Datum der Veröffentlichung (announcement, genauer Wortlaut in der deutschen Übersetzung lautet allerdings Ankündigung) von vorläufigen Zahlen soll nach Ansicht der ESMA dann abgestellt werden, wenn die offengelegten vorläufigen Finanzergebnisse alle wesentlichen Angaben in Bezug auf die Finanzaufgaben enthalten, die voraussichtlich auch im Jahresabschlussbericht enthalten sein werden. Offengelassen hat die ESMA aber, was unter „alle wesentlichen Angaben“ zu verstehen ist. Voraussetzung dürfte jedoch sein, dass die Angaben sehr bilanzähnlich sind.



Der Emittent gibt am 25. Februar per Vorabkennzeichnung bekannt, dass der Jahresabschluss am 3. März veröffentlicht werden soll. Der Finanzkalender für das kommende Geschäftsjahr wird bereits zu Beginn des Jahres auf der Webseite veröffentlicht. Für die Closed Period ist der 3. März relevant. Sofern die am 15. Februar veröffentlichten vorläufigen Zahlen „alle wesentlichen Angaben“ des Jahresabschlusses enthalten, endet die Closed Period am 15. Februar.



Abbildung 17: Beispiel für Handelsverbot



Emittenten werden künftig die Veröffentlichungstermine der relevanten Berichte mit Blick auf die Closed Periods sorgfältig bestimmen.

Welche Auswirkungen etwaige Änderungen, insbesondere Verschiebungen des Veröffentlichungsdatums, auf die (ggf. schon laufenden) Closed Periods haben, ist derzeit noch offen.



Quartalsmitteilungen gem. § 51a BörsO FWB sind nach Auffassung der BaFin keine Zwischenberichte i. S. d. Art. 19 Abs. 11 MMVO und lösen damit keine Closed Period und somit auch kein Handelsverbot aus. Das Gleiche gilt für sonstige Berichterstattungen mit ähnlichen inhaltlichen Anforderungen. Sollten Handelsplätze höhere Anforderungen an die quartalsweise Berichterstattung stellen, soll jedoch ein Auslösen einer Closed Period nicht ausgeschlossen sein.

Ad-hoc-Mitteilungen lösen schon deshalb keine Closed Period aus, weil sie in der Regel nicht alle Angaben des Berichts enthalten.

b) Ausnahmen vom Handelsverbot

Der Emittent kann Eigengeschäfte von Führungspersonen gem. Art. 19 Abs. 12 MMVO unter bestimmten Voraussetzungen erlauben. Dies kommt bei außergewöhnlichen Umständen wie schwerwiegenden finanziellen Schwierigkeiten, die den unverzüglichen Verkauf von Anteilen in einer Closed Period erforderlich machen, in Betracht. In diesen Fällen hat die Führungsperson vor dem Geschäft einen schriftlichen begründeten Antrag auf Zustimmung zum Geschäft beim Emittenten zu stellen.



Außergewöhnlich sind solche Umstände, die äußerst dringend, unvorhergesehen und zwingend sind und auch nicht von der Führungsperson verursacht werden und sich der Kontrolle der Führungsperson entziehen.

Ebenso kommt eine Erlaubnis in Betracht, wenn „geschäftsbedingte Umstände“ vorliegen. Dies wäre bei Geschäften im Rahmen von Belegschaftsaktien, einem Arbeitnehmersparplan, Pflichtaktien oder Bezugsberechtigungen auf Aktien möglich.



Die BaFin hat bereits bestätigt, dass die Ausnahmen im Rahmen von Belegschaftsaktien, einem Arbeitnehmersparplan oder Bezugsberechtigungen auf Aktien auch für Organmitglieder in Betracht kommen.



Art. 9 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/522 enthält Beispiele für Umstände, die eine Erlaubnis des Geschäfts durch den Emittenten gestatten.

Voraussetzung für die Erlaubnis durch den Emittenten ist gem. Art. 7 Abs. 1 lit. a) der Delegierten Verordnung (EU) 2016/522, dass die Führungsperson gegenüber dem Emittenten nachweisen kann, dass das Geschäft nicht zu einem anderen Zeitpunkt, d. h. außerhalb der Closed Period, getätigt werden kann. Hierfür ist das geplante Geschäft zu beschreiben und zu erläutern, warum der Verkauf von Anteilen die einzig sinnvolle Möglichkeit zur Beschaffung der erforderlichen Finanzmittel ist.

Der Emittent muss in jedem Einzelfall eines konkreten Geschäfts über die Erteilung der Erlaubnis entscheiden.



Die Entscheidung des Emittenten bezüglich eines Programms, bei dem es zu einer Zuteilung, Ausübung, einem Erwerb etc. innerhalb des Handelsverbotszeitraums kommen kann, stellt nicht gleichzeitig eine Erlaubnis für ein konkretes Geschäft einer Führungsperson dar. Nach Ansicht der BaFin scheidet nämlich eine „vorab erteilte“ Erlaubnis aus.

Zuständig für die Erteilung der Erlaubnis ist bei einer deutschen Aktiengesellschaft der Aufsichtsrat im Verhältnis zum Vorstand, im Übrigen der Vorstand.

Die Führungsperson hat auch bei Vorliegen der Voraussetzungen im Einzelfall keinen Anspruch auf Erteilung der Erlaubnis.



Die Entscheidungen über die schriftlichen Anträge der Führungspersonen sollten dokumentiert werden. Es kann für Emittenten sinnvoll sein, einen Prozess für die Erteilung der Erlaubnis zu implementieren.

2.8 Sanktionen bei Verstoß

Die Sanktionen im Falle eines Verstoßes gegen die Vorgaben für Eigengeschäfte von Führungspersonen sind im nationalen Recht geregelt. In Deutschland kommen gem. §§ 39 und 40d WpHG insbesondere folgende Sanktionen in Betracht:



Strafe

- bei Eigengeschäften von Führungskräften keine Strafe i. S. d. Strafrechts



Bußgeld

- bis zu EUR 500.000 bei natürlichen Personen, bis zu EUR 1 Mio. bei juristischen Personen oder
- bis zum Dreifachen des aus dem Verstoß gezogenen wirtschaftlichen Vorteils



Naming and Shaming

- Veröffentlichung durch die BaFin auf deren Webseite
- vor Bestands- bzw. Rechtskraft
- unter Angabe von Namen

Abbildung 18: Sanktionen bei Verstoß gegen Directors' Dealings-Pflichten

2.9 Eigengeschäfte von Führungskräften in Kürze

- Directors' Dealings bzw. Managers' Transactions
- Persönlicher Anwendungsbereich: ähnlich wie § 15a WpHG a.F.: Personen mit Führungsaufgaben und Personen, die in enger Beziehung zu Führungspersonen stehen
- Emittent muss eine Liste der meldepflichtigen Personen führen; Form ist nicht vorgegeben
- Belehrungspflicht:
 - Emittent muss Führungskräfte schriftlich über ihre Pflichten belehren und die Dokumentation darüber aufbewahren
 - Führungskräfte trifft entsprechende Aufklärungspflicht gegenüber in enger Beziehung stehenden Personen
- Erweiterung der meldepflichtigen Eigengeschäfte
- Umfassendes Handelsverbot während eines spezifischen Zeitfensters von 30 Kalendertagen, sog. Closed Period
- Verkürzung der Meldefrist auf drei Werktage
- Zwingende Verwendung des Templates für die Meldung (Durchführungsverordnung 2016/523)
- Angabe des LEI (Legal Entity Identifier Code) des Emittenten
- Pflichtangaben sind in bestimmten Formaten gem. MiFIR und deren Umsetzungsakten etc. vorzunehmen
- Rechtsfolgen bei Verstößen wurden erheblich verschärft

3. Insiderliste

Wichtige Rechtsgrundlagen

- Art. 18 MMVO, Verordnung (EU) 596/2014 (statt § 15b WpHG a.F. bis Juli 2016)
- § 15 WpHG n.F. (seit Juli 2016)
- Durchführungsverordnung (EU) 2016/347 der Kommission; Format und Aktualisierung von Insiderlisten
- BaFin, FAQ zu Insiderlisten nach Art. 18 der Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014
- WpAIV
- BaFin-Musterbelehrung bei Aufnahme von Personen in die Insiderliste
- ESMA Final Report Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, ESMA/2015/1455, Kapitel 8

Unter dem Begriff der Insiderliste wird eine Liste verstanden, in die Personen aufgenommen werden, die Zugang zu Insiderinformationen haben. Die Insiderliste ist von der Liste der in Bezug auf Eigengeschäfte meldepflichtigen Personen zu unterscheiden (vgl. Kapitel 2.2). Das bisher in § 15b WpHG geregelte Insiderverzeichnis ist nunmehr als Insiderliste in Art. 18 MMVO europaweit einheitlich und unmittelbar geltend für alle Betroffenen geregelt.



Unternehmen pflegen in der Praxis sog. Watchlists für etwaige Personen, die unter Umständen Insider werden könnten.

Insiderlisten sollen der Aufsichtsbehörde dazu dienen, Verstöße gegen Insiderverbote aufzuklären und den Informationsfluss zu kontrollieren.

3.1 Listenführungspflichtige

Einerseits sind gem. Art. 18 Abs. 1 MMVO die Emittenten und andererseits die im Auftrag oder für Rechnung des Emittenten handelnden Personen verpflichtet, Insiderlisten zu führen. Insiderlisten müssen in Bezug auf Insiderinformationen geführt werden (vgl. Kapitel 1.1). Damit eine Pflicht des Emittenten zur Führung der Insiderliste besteht, muss sich die Insiderinformation direkt oder indirekt auf diesen Emittenten beziehen.



Die Formulierung in Art. 18 Abs. 1 MMVO zu den Listenführungspflichtigen ist missverständlich, da nicht der Emittent „oder“ die im Auftrag oder für Rechnung des Emittenten handelnden Personen, sondern „und“ die im Auftrag oder für Rechnung des Emittenten handelnden Personen zur Führung von Insiderlisten verpflichtet sind.



Die „im Auftrag oder für Rechnung des Emittenten handelnden Personen“ werden häufig auch als Dienstleister bezeichnet. Den Dienstleister kennzeichnet, dass er typischerweise in einer vertraglichen Beziehung zum Emittenten steht.

Regelmäßig sind Berater des Emittenten von der Pflicht betroffen und müssen daher selbst eine Insiderliste führen. Beide Verpflichtete – also Emittent und Dienstleister – müssen ihre Pflicht unabhängig von der Listenführung des jeweils anderen erfüllen. Ein Emittent wird daher nicht deshalb von seiner Pflicht befreit, weil sein Dienstleister eine eigene Insiderliste führt.

Der Listenführungspflichtige kann seine Pflicht zur Führung der Insiderliste auch an einen Dritten delegieren.



Trotz Delegation der Pflicht zur Führung der Insiderliste bleibt der gem. Art. 18 Abs. 1 MMVO zur Führung der Liste Verpflichtete verantwortlich.

Allein die Tatsache, dass eine Person Zugang zu Insiderinformationen hat, verpflichtet sie noch nicht dazu, auch eine Insiderliste zu führen.



Beispiel: So muss etwa der Berater eines Aktionärs, der sein Aktienpaket veräußern will, grundsätzlich keine Insiderliste führen, auch wenn es sich bei der geplanten Transaktion um eine Insiderinformation handelt. Denn der Berater handelt in einer solchen Situation nicht im Auftrag oder für Rechnung des Emittenten.

3.2 In die Insiderliste aufzunehmende Personen



Der Listenführungspflichtige ist verpflichtet, alle Personen in die von ihm geführte Insiderliste aufzunehmen, die Zugang zu Insiderinformationen haben, sofern diese Personen für den Listenführungspflichtigen auf Grundlage eines Arbeitsvertrages oder anderweitig Aufgaben wahrnehmen, durch die sie Zugang zu Insiderinformationen haben. Damit muss der Emittent seine Angestellten, aber auch seine Dienstleister in die Insiderliste aufnehmen. Die MMVO zählt beispielhaft einige Dienstleister auf. Dies sind Berater, Buchhalter (gemeint sind wohl Abschlussprüfer) und Ratingagenturen, aber auch Rechtsanwälte, Unternehmensberater, Steuerberater, IR-Agenturen und Wirtschaftsprüfer. Damit entfällt die bisher in § 15b WpHG a. F. vorgesehene Ausnahme für den Abschlussprüfer; es sind vielmehr ausnahmslos sämtliche beauftragte Dienstleister in die Insiderliste aufzunehmen.

Auch Art. 18 MMVO enthält, wie schon § 15b WpHG a. F. bisher, keine ausdrückliche Konzernklausel. Daher bleibt weiter umstritten, ob etwa Mitarbeiter von Tochtergesellschaften des Emittenten in dessen Insiderliste aufzunehmen sind.



Nach Auffassung der BaFin müssen Mitarbeiter der Mutter- bzw. Tochtergesellschaft des Emittenten dann in die Insiderliste aufgenommen werden, wenn sie für den zur Führung der Insiderliste Verpflichteten Aufgaben wahrnehmen, durch die sie Zugang zu Insiderinformationen haben. Dies verlangt eine vertragliche Anbindung zu dem zur Führung der Insiderliste Verpflichteten.



Da nicht ganz eindeutig ist, was unter einer vertraglichen Anbindung zu verstehen ist, insbesondere, ob diese Verbindung zwischen dem Listenführungspflichtigen und der konkreten Person bestehen muss, sollte sorgfältig abgewogen werden, ob etwa Mitarbeiter von Tochtergesellschaften nicht in die Insiderliste des Emittenten aufgenommen werden. Dies gilt insbesondere für Emittenten, die reine Holding-Gesellschaften sind.

Der Dienstleister nimmt seinerseits seine Angestellten und die vom ihm beauftragten Dienstleister in die von ihm geführte Insiderliste auf.



Der Dienstleister des Dienstleisters („Sub-Sub-Unternehmer“) ist weder aufgrund eines Arbeitsvertrages für den Emittenten tätig noch nimmt er Aufgaben für diesen wahr. Daher besteht für den Sub-Sub-Unternehmer keine Pflicht zur Führung einer Insiderliste. Er ist jedoch vom Dienstleister des Emittenten in die von ihm – also dem Dienstleister – geführte Liste aufzunehmen.

3.3 In die Insiderliste aufzunehmende Angaben zu den aufgenommenen Personen

Welche Angaben zu jeder in eine Insiderliste aufgenommenen Person in die Insiderliste aufgenommen werden müssen, bestimmt zunächst die MMVO selbst. Diese Regelungen werden durch die anwendbare Durchführungsverordnung (EU) 2016/347 weiter konkretisiert und ausgestaltet. Danach sind grundsätzlich folgende Angaben für jede in die Insiderliste aufgenommene Person erforderlich:



1. *Vor- und Nachname*
2. *Geburtsname, sofern abweichend von 1.*
3. *dienstliche Telefonnummer, d. h. Durchwahl und Mobilfunknummer*
4. *Name und Anschrift des Unternehmens, für das die Person tätig ist*
5. *Funktion und Grund für die Aufnahme in die Insiderliste*
6. *Datum und Uhrzeit des Zugangs zu der Insiderinformation*
7. *Datum und Uhrzeit des Endes des Zugangs zu der Insiderinformation*
8. *Geburtsdatum*
9. *ationale Identifikationsnummer, sofern vorhanden*
10. *private Telefonnummer, d. h. Festnetz und Mobilfunknummer*
11. *vollständige Privatanschrift, d. h. Straße, Hausnummer, Postleitzahl, Stadt und Land*

Der Emittent hat die von ihm eingebundenen Dienstleister grundsätzlich mit entsprechenden Daten in die Insiderliste aufzunehmen.



Zu der Einbindung der Dienstleister ist ein Hinweis unter Angabe des Zeitpunkts der Einbindung oder der Weitergabe der Insiderinformation in die Insiderliste des Emittenten aufzunehmen. Dabei genügt es, wenn der Emittent einen Ansprechpartner des Dienstleisters benennt. In Bezug auf diesen Ansprechpartner müssen alle oben genannten Angaben in die Insiderliste aufgenommen werden.

Nur der Dienstleister weiß, welche Personen er in die Bearbeitung des jeweiligen Projekts eingebunden hat, sodass auch nur er in der Regel die notwendigerweise aufzunehmenden Daten für die jeweiligen Personen kennt.

Im Vergleich zu der bisherigen Regelung im WpHG ist in Art. 18 MMVO nicht mehr vorgesehen, dass nur Personen, die „bestimmungsgemäß“ Zugang zu Insiderinformationen haben, in die Insiderliste aufzunehmen sind. Derzeit ist noch offen, welche Folgen dies für den aufzunehmenden Personenkreis hat.



In die Insiderliste sind laut BaFin solche Personen aufzunehmen, die aufgrund der ihnen zugewiesenen professionellen Aufgabe Zugang zu Insiderinformationen erhalten. Erlangt eine Person zufällig, also nur bei Gelegenheit der Wahrnehmung einer Aufgabe, Kenntnis von Insiderinformationen oder verschafft sich gar widerrechtlich Kenntnis davon, muss sie nicht in die Insiderliste aufgenommen werden, es sei denn, dem zur Führung der Insiderliste Verpflichteten ist diese Kenntniserlangung bekannt geworden.

Demzufolge müssen etwa IT-Mitarbeiter nur dann in die Insiderliste aufgenommen werden, wenn sie aufgrund eines konkreten Projekts Zugang zu Insiderinformationen erhalten. Haben sie aber nur aufgrund ihrer allgemeinen Administratorenrechte Zugang zu allen IT-Daten im Unternehmen, muss der Listenführende sie nicht in die Insiderliste aufnehmen.

Häufig ist in der Praxis der genaue Zeitpunkt des Vorliegens einer Insiderinformation nur schwer zu bestimmen.



Nach Ansicht der BaFin kann eine Insiderliste auch bereits im Vorfeld des Entstehens einer Insiderinformation, also zu einem Zeitpunkt, zu dem die Information noch nicht den für den Charakter einer Insiderinformation erforderlichen Konkretisierungsgrad erreicht hat, angelegt werden. Daraus soll nicht zu schließen sein, dass der zur Führung einer Insiderliste verpflichtete Emittent zu diesem Zeitpunkt das Vorliegen einer Insiderinformation angenommen hätte.

Der Listenführungspflichtige muss grundsätzlich alle vorgesehenen Angaben jeder in die Liste aufgenommenen Person vermerken. Hierfür ist er auf die Kooperation der jeweiligen Person angewiesen.



Die Mitarbeiter des Emittenten sollten eindringlich dazu aufgefordert werden, etwaige Änderungen ihrer persönlichen Daten unverzüglich beim Arbeitgeber anzuzeigen. Diese aktualisierten Informationen müssen dem für die Listenführung Verantwortlichen zur Verfügung stehen. Im Unternehmen ist ein entsprechender Prozess zu etablieren.



Derzeit gibt es in Deutschland keine nationale Identifikationsnummer i. S. d. Insiderliste. Darunter ist in Deutschland weder die Steuer-Identifikationsnummer noch die Sozialversicherungsnummer zu verstehen.



Verfügt ein deutscher Staatsbürger jedoch über eine nationale Identifikationsnummer eines anderen Staates, ist diese in die Liste aufzunehmen.

Sämtliche vorgesehenen Daten müssen in die Insiderliste aufgenommen werden. Eine reine Bezugnahme auf andere Datenbanken oder Personalinformationssysteme genügen dieser Vorgabe nicht.



Datum und Uhrzeit der Erstellung bzw. Aktualisierung der Insiderliste sowie des Zugangs bzw. das Ende des Zugangs zu der Insiderinformation sind in der Insiderliste in dem Uhrzeitformat „UTC“, d. h. „Koordinierte Weltzeit“, anzugeben. In Deutschland führt dies zu einer notwendigen Subtraktion von zwei Stunden während der Sommerzeit und dem Abzug von einer Stunde während der Winterzeit. Dies kann bei Uhrzeiten um den Datumswechsel dazu führen, dass auch das Datum angepasst werden muss.



Mitarbeiter X erhält z. B. aufgrund einer E-Mail am 15. September um 1:15 Uhr deutscher Zeit Zugang zu einer Insiderinformation. In der Insiderliste muss als Zugangszeitpunkt Folgendes vermerkt werden: 2016-09-14, 23:15 UTC.

Die Regelungen zum Marktmissbrauchsrecht kennen keine Bagatellklausel, sodass auch solche Personen in einer Insiderliste aufgenommen werden sollten, die nur für einen äußerst kurzen Zeitraum Zugang zu der fraglichen Insiderinformation haben.

3.4 Arten und Format von Insiderlisten

Die Durchführungsverordnung (EU) 2016/347 sieht verschiedene Arten von Insiderlisten vor. Zu unterscheiden ist die Insiderliste in Bezug auf eine sog. geschäftsspezifische oder ereignisbasierte Insiderinformation von der Insiderliste für sog. „Permanente Insider“.

Die Insiderliste ist in verschiedene Abschnitte zu gliedern. Dabei soll bei Eintreten einer neuen Insiderinformation ein neuer Abschnitt in Bezug auf diese Insiderinformation hinzugefügt werden (Ereignis).



Ein dauerhaft verwendeter Abschnitt für „Finanzzahlen“ bzw. „Regelpublizität“ dürfte nicht zulässig sein. Es ist demnach empfehlenswert, bei einer (möglichen) Insiderrelevanz, z. B. der Zahlen für das 1. Quartal, einen Abschnitt „Q1-Zahlen“ zu bilden. Sollten auch die Zahlen für das 2. Quartal insiderrelevant sein, wird ein neuer Abschnitt „Q2-Zahlen“ gebildet.

Die Listenführungspflichtigen können ihre Insiderliste um einen Abschnitt zu „Permanenten Insidern“ ergänzen, um Mehrfachnennungen von Personen zu vermeiden.



Der Abschnitt zu den „Permanenten Insidern“ hat keinen Bezug zu einer spezifischen Insiderinformation und kann daher auch geringfügig anders gestaltet werden. In diesem Abschnitt können jedoch nur diejenigen Personen erfasst werden, die aufgrund ihrer Funktion oder Position jederzeit Zugang zu allen Insiderinformationen beim Emittenten haben.



ANHANG I
VORLAGE 1

Insiderliste: Abschnitt in Bezug auf [Bezeichnung der geschäftsspezifischen oder ereignisbasierten Insiderinformation]

Datum und Uhrzeit (der Einrichtung dieses Abschnitts der Insiderliste, d. h., wann diese Insiderinformation identifiziert wurde): [JJJ]-MM-TT, hh:mm UTC (Koordinierte Weltzeit)

Datum und Uhrzeit (letzte Aktualisierung): [JJJ]-MM-TT, hh:mm UTC (Koordinierte Weltzeit)

Datum der Übermittlung an die zuständige Behörde: [JJJ]-MM-TT

Vorname(n) des Insiders	Nachname(n) des Insiders	Geburtsname(n) des Insiders (falls abweichend)	Dienstliche Telefonnummer(n) (Durchwahl und mobil)	Name und Anschrift des Unternehmens	Funktion und Grund für die Einstufung als Insider	Erlangung des Zugangs (Datum und Uhrzeit der Erlangung des Zugangs zu Insiderinformationen)	Ende (Datum und Uhrzeit der Beendigung des Zugangs zu Insiderinformationen)	Geburtsdatum	Nationale Identifikationsnummer (falls zutreffend)	Private Telefonnummern (festnetz und mobil)	Vollständige Privatanschrift (Straße; Hausnummer; Stadt; Postleitzahl; Land)
[Text]	[Text]	[Text]	[Nummern (kein Leerzeichen)]	[Anschrift von Emittent/Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate/Versteigerungsplattform/Versteigerer/Auktionsaufsicht oder Dritten des Insiders]	[Text mit Beschreibung von Rolle, Funktion und Grund für die Aufnahme in diese Liste]	[JJJ]-MM-TT, hh:mm UTC	[JJJ]-MM-TT, hh:mm UTC	[JJJ]-MM-TT	[Nummer und/oder Text]	[Nummern (kein Leerzeichen)]	[Text; genaue Privatanschrift des Insiders — Straße und Hausnummer — Stadt — Postleitzahl — Land]

Abbildung 19: Muster einer geschäftsspezifischen oder ereignisbasierten Insiderliste⁴

⁴ Vgl. Durchführungsverordnung (EU) 2016/347 der Kommission



Der Kreis der sog. „Permanenten Insider“ ist daher kleiner als der Kreis der sog. Funktionsinsider nach früherer Rechtslage.



Allein die Führung einer Permanenten Insiderliste wird in aller Regel nicht ausreichend sein. Für die sog. „Permanenten Insider“ entfällt die Angabe von Datum und Uhrzeit sowie der Dauer des Zugangs zu der spezifischen Insiderinformation. Es reicht aus, nur das Datum und die Uhrzeit der Aufnahme in dem Abschnitt der „Permanenten Insider“ zu vermerken. Für beide Abschnitte enthält die Durchführungsverordnung (EU) 2016/347 zwingend zu verwendende Muster. In jedem Fall muss die Insiderliste in elektronischer Form geführt werden, sodass rein papierhafte Listen nicht mehr ausreichend sind.

Wird ein neuer Abschnitt einer Insiderliste bereits im Vorfeld des Entstehens der Insiderinformation angelegt, sollte darauf geachtet werden, dass in diesem Abschnitt bei später eintretender hinreichender Konkretisierung der Information das Datum und die Uhrzeit für den Zugangszeitpunkt der bereits im Vorfeld aufgenommenen Personen ergänzt wird.



Dabei ist das Datum und die Uhrzeit des Eintritts der Insiderinformation zu verwenden und nicht etwa der Zeitpunkt des Anlegens der Liste im Vorfeld oder die Aufnahme der Person in diesen Abschnitt im Vorfeld des Eintretens der Insiderinformation. Für eine Gruppe von Personen kann einheitlich auf den Zeitpunkt des Entstehens der Insiderinformation abgestellt werden. In Betracht kommt nach Ansicht der BaFin z. B., dass auf den Zeitpunkt der Entscheidung des zuständigen Gremiums abgestellt wird, mit der die Information die Schwelle der Einstufung als Insiderinformation überschreitet. Unabhängig davon kann darüber hinaus erläutert werden, ob und wann einzelne Personen konkret Zugang bzw. Kenntnis von der Insiderinformation erhalten haben. Dies gilt auch für die Darstellung von krankheits- oder urlaubsbedingten Abwesenheiten. Sofern der Emittent weiß, dass für bestimmte Mitarbeiter der konkrete Zeitpunkt des Zugangs bzw. der Kenntnis der Insiderinformation erst nach dem für die Gruppe geltenden Zeitpunkt erfolgt ist, kann von vornherein dieser individualisierte Zeitpunkt vermerkt werden.

Die EQS-Umfrage zeigt, dass in der Praxis 67% der befragten Unternehmen eine Permanente Insiderliste führen.



Abbildung 20: Führung einer Liste „Permanenter Insider“⁵

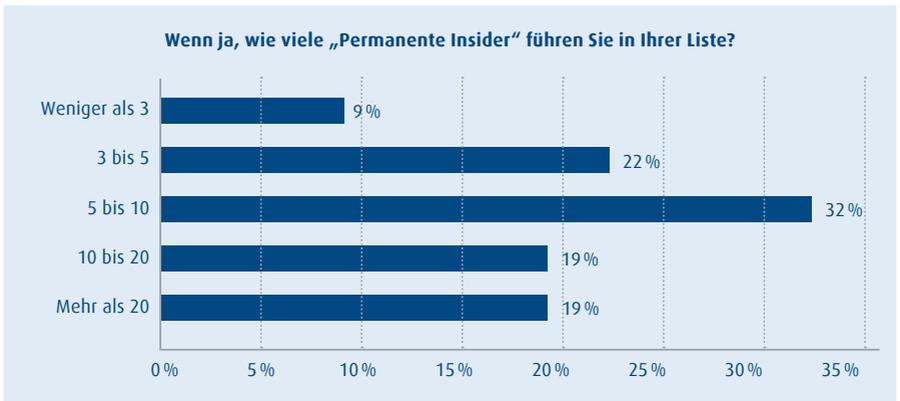


Abbildung 21: Anzahl „Permanenter Insider“⁶

In der Praxis haben viele Unternehmen Schwierigkeiten damit, zu entscheiden, ob eine Liste „Permanenter Insider“ geführt werden soll und wenn ja, welche Personen in diese Liste aufgenommen werden sollen. Per gesetzlicher Definition sollen als „Permanente Insider“ nur solche Personen gelten, die Zugang zu allen Insiderinformationen beim Emittenten haben. Die Praxis zeigt, dass selbst Mitglieder des Vorstandes nicht zu allen Insiderinformationen Zugang haben.

⁵ EQS Group AG (5.10.2016): Die EU-Marktmissbrauchsverordnung. Drei Monate nach Inkrafttreten: Einschätzungen & Erfahrungen

⁶ EQS Group AG (5.10.2016): Die EU-Marktmissbrauchsverordnung. Drei Monate nach Inkrafttreten: Einschätzungen & Erfahrungen



Dies wird am Beispiel von Personalentscheidungen in Bezug auf den Vorstand durch den Aufsichtsrat deutlich. Soll etwa ein Vorstandsmitglied abberufen und durch eine neue Person ersetzt werden, entsteht diese Insiderinformation zunächst ausschließlich beim Aufsichtsrat. Der Vorstand wird hiervon erst relativ spät im Prozess Kenntnis erlangen. Er hat mithin also nicht zu jeder Insiderinformation Zugang. Umgekehrt hat aber auch der Aufsichtsrat keineswegs zu allen Insiderinformationen Zugang.

Würde die gesetzliche Definition so eng zu verstehen sein, bestünde kein Anwendungsbereich für sog. „Permanente Insider“. Dem wiederum steht die gesetzlich ausdrücklich vorgesehene Möglichkeit der Führung einer Liste „Permanenter Insider“ entgegen. Die BaFin hat sich zu dieser Thematik noch nicht geäußert. Wie der Kreis „Permanenter Insider“ zu ziehen ist, ist daher derzeit noch offen.

3.5 Pflicht zur Aktualisierung

Der Emittent bzw. die im Auftrag oder für Rechnung des Emittenten handelnde Person hat die Insiderliste gem. Art. 18 Abs. 4 MMVO unverzüglich zu aktualisieren, wenn



- a) *sich der Grund für die Erfassung der in die Insiderliste aufgenommenen Person ändert,*
- b) *eine neue Person Zugang zu der Insiderinformation erhält und daher in die Insiderliste aufgenommen werden muss und*
- c) *eine in die Insiderliste aufgenommene Person keinen Zugang mehr zu der Insiderinformation hat.*

Bei jeder Aktualisierung müssen das Datum und die Uhrzeit der Änderung angegeben werden. Die Pflicht zur Aktualisierung endet, wenn keine Insiderinformation mehr vorliegt. Das ist z. B. der Fall, wenn die Information veröffentlicht worden ist oder sich die Insiderinformation bzw. das Projekt vorzeitig erledigt hat.



Nach Auffassung der BaFin ist die Insiderliste auch dann zu aktualisieren, wenn sich die Daten der aufgenommenen Personen ändern, z. B. die Telefonnummer.



Die Aktualisierungen haben unverzüglich, d. h. laufend, zu erfolgen. Eine Aktualisierung erst im Zeitpunkt eines Verlangens der Behörde auf Übermittlung der Insiderliste scheidet daher aus.

Der Verwaltungsaufwand für die Führung und Aktualisierung der Insiderliste ist nicht zu unterschätzen. Dies gilt insbesondere mit Blick darauf, dass der für die Listenführung Verantwortliche überwachen muss, ob eine Belehrung zum geltenden Recht bereits erfolgt ist und ob die erforderliche Bestätigung seitens des in die Liste aufgenommenen vorliegt.

Frühere Fassungen der Insiderliste müssen stets zum Abruf bereitgehalten und ggf. der zuständigen Behörde übermittelt werden (vgl. Kapitel 3.7).



Insbesondere dann, wenn ein Listenführungspflichtiger etwa eine Excel-Datei zur Erstellung der Insiderliste verwendet, sollte bei jeder Aktualisierung der Insiderliste eine neue Version bzw. Datei gespeichert werden. Andernfalls ist technisch nicht gewährleistet, dass ein Stand vor einer beliebigen Aktualisierung noch verfügbar und damit abrufbar ist. Verschiedene Dienstleister bieten eine Software-Lösung für die Führung der Insiderliste an, die regelmäßig gewährleistet, dass der Stand zu einem beliebigen Datum abgerufen werden kann.



In der Praxis nutzen 80 % der Unternehmen eine spezielle Software, z. B. Altares, EQS, presstext, ACTICO.

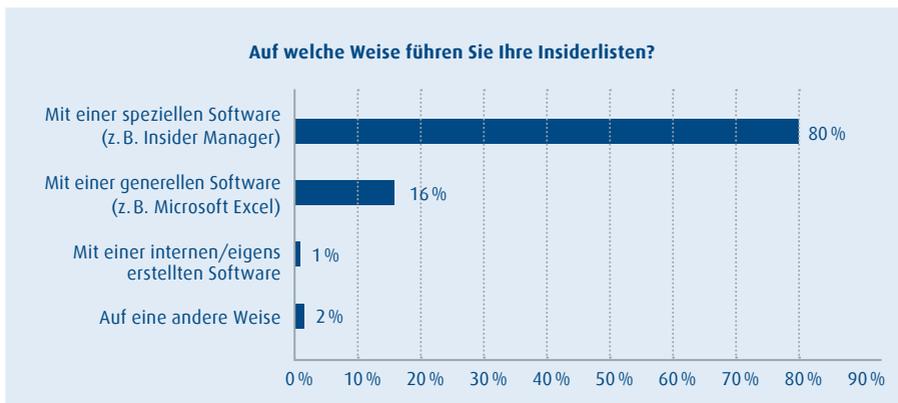


Abbildung 22: Führen der Insiderliste⁷

⁷ EQS Group AG (5.10.2016): Die EU-Marktmissbrauchsverordnung. Drei Monate nach Inkrafttreten: Einschätzungen & Erfahrungen



In der Praxis, so die Umfrage von EQS, kümmert sich um die Pflege der Insiderliste zu 41 % die IR-Abteilung.

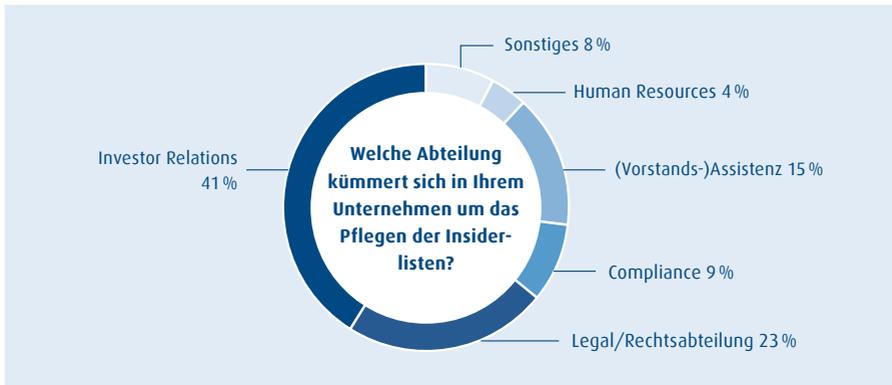


Abbildung 23: Pflege der Insiderliste⁸

3.6 Belehrung der in die Insiderliste aufgenommenen Personen

Die in die Insiderliste aufgenommenen Personen müssen grundsätzlich über die aus den Rechts- und Verwaltungsvorschriften erwachsenden Pflichten belehrt werden. Die Belehrung sollte zeitnah nach der (erstmaligen) Aufnahme in die Insiderliste erfolgen. Der Listenführungspflichtige hat dafür zu sorgen, dass die aufgenommenen Personen ihre Pflichten anerkennen und sich der Sanktionen bewusst sind, die bei Insidergeschäften und unrechtmäßiger Offenlegung von Insiderinformationen drohen.



Bisher diente eine Empfangsbestätigung der Belehrung dem Listenführer ausschließlich zur Dokumentation; nunmehr besteht eine eigene gesetzliche Pflicht zur Einholung und Aufbewahrung der Bestätigung, der sog. „Anerkennung der aus Rechts- und Verwaltungsvorschriften erwachsenden Pflichten“.

Die BaFin hat auf ihrer Webseite ein Muster für eine solche Belehrung veröffentlicht. Grundsätzlich ist der jeweilige Listenführer für die Belehrung der in der von ihm geführten Liste aufgenommenen Personen zuständig.

⁸ EQS Group AG (5.10.2016): Die EU-Marktmisbrauchsverordnung. Drei Monate nach Inkrafttreten: Einschätzungen & Erfahrungen

Sehr geehrte Frau XY, sehr geehrter Herr YZ,

gem. Artikel 18 Abs. 1 Marktmissbrauchsverordnung (MMVO) ist [Name des Verpflichteten] dazu verpflichtet, eine Liste aller Personen aufzustellen, die Zugang zu Insiderinformationen haben, wenn diese Personen für sie auf Grundlage eines Arbeitsvertrages oder anderweitig Aufgaben wahrnehmen, durch die diese Zugang zu Insiderinformationen haben.

Diese Insiderliste ist der zuständigen Behörde (in Deutschland die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – BaFin) auf deren Ersuchen möglichst rasch zur Verfügung zu stellen.



Wir möchten Sie darauf hinweisen, dass wir Sie in diese Insiderliste aufgenommen haben.

Aus diesem Grund obliegt uns Ihnen gegenüber eine besondere Aufklärungspflicht über die rechtlichen Pflichten, die sich aus dem Zugang zu Insiderinformationen ergeben sowie über die Rechtsfolgen bei Verstößen, der wir mit diesem Merkblatt nachkommen. Wir bitten Sie, sich die nachfolgenden Normen der Marktmissbrauchsverordnung und des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) sorgfältig durchzulesen und die Kenntnisnahme auf dem beigefügten zweiten Exemplar dieses Schreibens zu bestätigen.

Wir machen Sie darauf aufmerksam, dass durch das Verbot von Insidergeschäften und Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts geschützt wird und ein Verstoß gegen dieses Verbot als Straftat verfolgt werden kann.

Sollten Sie Fragen haben, wenden Sie sich bitte an unsere Compliance-Stelle/Rechtsabteilung/etc.

Abbildung 24: Beispielhaftes Schreiben der BaFin⁹



Die Verwendung der BaFin-Musterbelehrung ist keineswegs zwingend. Wird das Muster jedoch verwendet, sollte vorab geprüft werden, ob Anpassungen, insbesondere an die individuellen Gegebenheiten, vorgenommen werden müssen.



Für die Aufklärung der Mitarbeiter eines Dienstleisters ist nicht der Emittent, sondern der Dienstleister selbst zuständig.

Die in die Insiderliste aufgenommenen Personen haben gegenüber dem Listenführer die Anerkennung ihrer Pflichten schriftlich zu bestätigen.

⁹ siehe <http://www.bafin.de>



Grundsätzlich kann diese Bestätigung in elektronischer Form erfolgen, sofern sie zu einem späteren Zeitpunkt nachweisbar bleibt.

Art. 18 Abs. 2 MMVO sieht allgemein eine Aufklärungs- und Belehrungspflicht bei Aufnahme einer Person in die Insiderliste vor. Bei wiederholter Aufnahme derselben Person in neue Abschnitte der Insiderliste besteht aber grundsätzlich keine Pflicht zur erneuten Belehrung.



Nach Ansicht der BaFin gilt der Grundsatz „Einmal belehrt, immer belehrt“.

Bei Gesetzesänderungen sollte dennoch eine erneute Belehrung auch von früher bereits belehrten Personen erfolgen. Daher ist jedenfalls eine Belehrung bei der erstmaligen Aufnahme einer Person in eine Insiderliste nach den Vorgaben der MMVO erforderlich; eine Belehrung nach altem Recht ist hingegen nicht ausreichend. Bei künftigen Rechtsänderungen ist eine wiederholte Belehrung dringend zu empfehlen.



In jedem Fall sollte der Listenführungspflichtige einen Prozess installieren, der ihm die Prüfung ermöglicht, wer zu welchem Zeitpunkt welche konkrete Belehrung erhalten hat. Daneben sollte der Listenführungspflichtige überwachen, ob alle Personen, die er belehrt hat, auch eine entsprechende Bestätigung abgegeben haben.

Gegen eine (freiwillige) wiederholte Belehrung spricht nichts; auch eine Belehrung bei jeder Eintragung ist zulässig. Wird von der Möglichkeit der einmaligen Belehrung Gebrauch gemacht, sollte überlegt werden, die in den neuen Abschnitt der Insiderliste aufgenommenen Personen über ihre Aufnahme zu informieren, da sie andernfalls keine Kenntnis hiervon erlangen.



Häufig kann es sinnvoll sein, die in einem ereignisbezogenen Abschnitt der Insiderliste aufgenommenen Personen sowohl über die Aufnahme in die Insiderliste als auch über das Projektende und damit das Ende des Zugangs zu der Insiderinformation zu informieren. Gesetzlich vorgeschrieben ist dies nicht, allerdings gehen laut EQS-Umfrage 43 % der befragten Unternehmen so vor.

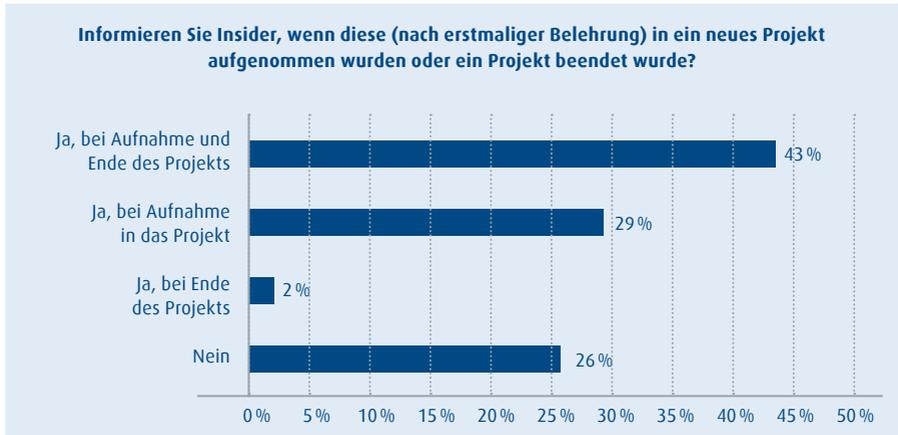


Abbildung 25: Information an Insider bei Aufnahme in die Liste und bei Ende eines Projekts¹⁰

3.7 Vertraulichkeit der Insiderliste und Herausgabe an BaFin

Die Insiderliste ist ein vertrauliches Dokument und dementsprechend zu behandeln. Das bedeutet, dass sie vor dem Zugriff anderer Personen als solcher, die mit der Führung der Liste beauftragt sind, zu schützen ist.



Gefordert wird die Sicherstellung einer Zugangsbeschränkung zu der Insiderliste. Passwörter sollten daher den Zugang zur Datei bzw. zur Software sichern.

Dies ergibt sich bereits daraus, dass schon der Inhalt der Insiderliste selbst insiderrelevant sein kann. Auf Verlangen ist die Insiderliste der zuständigen Behörde zu übermitteln. Die BaFin verlangt die Übermittlung in elektronischer Form per SecureMail, was nach der Anforderung durch die BaFin einer einmaligen Registrierung bedarf.

3.8 Aufbewahrung der Insiderliste



Emittenten und jede in ihrem Auftrag bzw. für ihre Rechnung handelnde Person haben die Insiderlisten für einen Zeitraum von mindestens fünf Jahren nach der Erstellung bzw. der letzten Aktualisierung aufzubewahren. Nach bisheriger Rechtslage waren die Insiderverzeichnisse für sechs Jahre aufzubewahren.

¹⁰EQS Group AG (5.10.2016): Die EU-Marktmissbrauchsverordnung. Drei Monate nach Inkrafttreten: Einschätzungen & Erfahrungen

3.9 Sanktionen bei Verstoß

Die Sanktionen im Falle eines Verstoßes gegen die Pflichten im Zusammenhang mit der Führung von Insiderlisten sind im nationalen Recht geregelt. In Deutschland kommen gem. §§ 39 und 40d WpHG insbesondere folgende Sanktionen in Betracht:



Strafe

- bei Verstößen gegen Führung von Insiderlisten keine Strafe i. S. d. Strafrechts



Bußgeld

- bis zu EUR 500.000 bei natürlichen Personen, bis zu EUR 1 Mio. bei juristischen Personen oder
- bis zum Dreifachen des aus dem Verstoß gezogenen wirtschaftlichen Vorteils



Naming and Shaming

- Veröffentlichung durch die BaFin auf deren Webseite
- vor Bestands- bzw. Rechtskraft
- unter Angabe von Namen

Abbildung 26: Sanktionen bei Verstoß gegen Insiderlistenführungspflichten

3.10 Insiderliste in Kürze

- Erweiterung der personenbezogenen Angaben
- Projekt-/ereignisbezogene Liste ist obligatorisch → „Ereignis“ ist Entstehen der Insiderinformation
- Führen von permanenten Insiderlisten ist freiwillig möglich, aber in der Regel nicht ausreichend
- Zugang zur Insiderliste sollte beschränkt werden, da auch deren Inhalt insiderrelevant sein kann
- ALLE älteren Versionen der Insiderliste müssen abrufbar sein; Aufbewahrungsdauer beträgt 5 Jahre; keine Frist zur Vernichtung nach Ablauf der Zeit
- Keine Beschränkung der aufzunehmenden Informationen durch Berufung auf Datenschutzregeln von Ländern außerhalb der EU, BaFin FAQ VI Nr. 18
- Rechtsfolgen bei Verstößen wurden erheblich verschärft

4. Insiderverbote

Wichtige Rechtsgrundlagen

- Art. 5, 8, 9, 10 und 14 MMVO, Verordnung (EU) 596/2014
- Delegierte Verordnung (EU) 2016/1052 der Kommission; Rückkaufprogramme
- Richtlinie 2012/30/EU (sog. Kapital-Richtlinie)
- ESMA Final Report Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, ESMA/2015/1455



Das Insiderhandelsverbot ist nach wie vor als sog. Jedermann-Delikt ausgestaltet, d. h. es kann grundsätzlich von jeder Person verletzt werden, ohne dass die Person besondere Eigenschaften erfüllen muss.

Sowohl bei dem Thema Insiderverbote als auch bei dem Thema Verbot der Marktmanipulation ist ein Perspektivenwechsel vorzunehmen. Anders als bei Ad-hoc-Publizität, Insiderliste und Directors' Dealings muss der Adressat der rechtlichen Pflichten bzw. Verbote keine besondere Beziehung (z. B. Arbeitsvertrag, Führungsposition) zu einem Emittenten haben.



Gegen Insiderverbote oder das Verbot der Marktmanipulation kann auch derjenige verstoßen, der z. B. im Flugzeug zufällig das Gespräch von Dritten mithört und dadurch Kenntnis von einer Insiderinformation erhält. Allein dadurch wird er zum Insider und darf gegen das Insiderverbot nicht verstoßen.

Unter dem Begriff des Insiderverbots werden verschiedene verbotene Handlungen im Zusammenhang mit Insiderinformationen verstanden. Wie bereits in Kapitel 1.2 beschrieben, sind Insidergeschäfte und die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen verboten.

Die schon bisher bestehenden Insiderverbote waren in § 14 WpHG a.F. geregelt und sind nunmehr im Ausgangspunkt in Art. 14 MMVO europaweit einheitlich und mit unmittelbarer Geltung enthalten.

4.1 Verbotene Handlungen

In seinem wesentlichen Kern sind nach dem Insiderverbot nach wie vor drei Kategorien von Verboten zu unterscheiden. Danach sind folgende Handlungen verboten:



- Tätigen von Insidergeschäften einschließlich eines solchen Versuchs*
- Empfehlung bzw. Verleitung von Dritten, Insidergeschäfte zu tätigen*
- Unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen*

Alle drei Verbote knüpfen damit an das Vorliegen einer Insiderinformation an (vgl. Kapitel 1.1).

a) Insidergeschäfte

Insidergeschäfte dürfen weder versucht noch getätigt werden. Auch Dritte zum Tätigen von Insidergeschäften zu verleiten, ist verboten. Was ein Insidergeschäft ist, bestimmt Art. 8 MMVO.



Ein Insidergeschäft liegt danach vor, wenn eine Person über Insiderinformationen verfügt und unter Nutzung derselben für eigene oder fremde Rechnung direkt oder indirekt Finanzinstrumente, auf die sich die Informationen beziehen, erwirbt oder veräußert.

In den sog. Erwägungsgründen der MMVO ist die grundsätzliche Vermutung festgehalten, dass jemand, der im Besitz von Insiderinformationen ist, diese bei der Vornahme des Insidergeschäfts auch nutzt. Diese Vermutung kann jedoch durch den vermeintlichen Täter widerlegt werden, wenn die Person den Nachweis erbringt, dass sie die Insiderinformationen bei der Abwicklung des Geschäfts nicht genutzt hat. Dieser Nachweis dürfte in der Praxis, insbesondere wenn keine sog. „Legitime Handlung“ vorlag (vgl. Kapitel 4.2), schwer zu erbringen sein.

Das Verbot gilt auch für alle natürlichen Personen, die an der Beschlussfassung über das Geschäft einer juristischen Person beteiligt waren oder die Beschlussfassung beeinflusst haben.



Emittenten sollten alle Mitarbeiter auf die gesetzlichen Verbote und die damit einhergehenden Sanktionsmöglichkeiten im eigenen Interesse zur Vermeidung von Reputationsrisiken für den Emittenten hinweisen. Dieses Risiko hat sich mit Einführung des sog. Naming and Shaming noch verstärkt.

Das Insiderverbot gilt bei einem Verstoß durch eine juristische Person, insbesondere etwa für Mitglieder der Geschäftsleitung, die an den Entscheidungen des Emittenten mitwirken, aber auch für alle sonstigen Mitarbeiter.

Ein Insidergeschäft kann nunmehr auch in Form der Stornierung oder Änderung eines Auftrags vorliegen, wenn die jeweilige Person im Zeitpunkt der Stornierung oder Änderung des Auftrags im Besitz von Insiderinformationen ist. Dies gilt unabhängig davon, ob die Person bereits bei der ursprünglichen Erteilung des Auftrags im Besitz von Insiderinformationen war.

Auch die Empfehlung zum Tätigen eines Insidergeschäfts bzw. das Verleiten hierzu ist verboten.



Eine Empfehlung zum Tätigen von Insidergeschäften oder die Verleitung Dritter hierzu liegt vor, wenn eine Person über Insiderinformationen verfügt und

- (i) auf der Grundlage dieser Informationen Dritten empfiehlt, Finanzinstrumente, auf die sich die Informationen beziehen, zu erwerben oder zu veräußern, oder sie dazu verleitet, einen solchen Erwerb oder eine solche Veräußerung vorzunehmen, oder*
- (ii) auf der Grundlage dieser Informationen Dritten empfiehlt, einen Auftrag, der ein Finanzinstrument betrifft, auf das sich die Insiderinformationen beziehen, zu stornieren oder zu ändern, oder sie dazu verleitet, eine solche Stornierung oder Änderung vorzunehmen.*

b) Person, die über Insiderinformationen verfügt

Für das Verbot von Insidergeschäften ist grundsätzlich ohne Bedeutung, wie die Person in den Besitz von Insiderinformationen gekommen ist. Eine Unterscheidung zwischen sog. Primär- und Sekundärinsidern findet insofern nicht statt.

Ein Insidergeschäft ist Personen verboten, die über Insiderinformationen verfügen, weil sie

- (i) dem Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgan des Emittenten oder des Teilnehmers am Markt für Emissionszertifikate angehören,
- (ii) am Kapital des Emittenten beteiligt sind,
- (iii) aufgrund der Ausübung einer Arbeit oder eines Berufs oder der Erfüllung von Aufgaben Zugang zu den betreffenden Informationen haben oder
- (iv) an kriminellen Handlungen beteiligt sind,
- (v) ebenso wie jeder Person, die Insiderinformationen unter anderen Umständen besitzt und weiß oder wissen müsste, dass es sich dabei um Insiderinformationen handelt.



Gegen die Pflicht zur Führung einer Insiderliste für Insiderinformationen in Bezug auf die A-AG kann nur die A-AG, ein Mitarbeiter der A-AG oder ihr Dienstleister verstoßen. Gegen das Insiderverbot kann eine beliebige dritte Person verstoßen – egal ob sie in einer Beziehung zur A-AG steht, wenn sie z. B. zufällig Kenntnis von einer Insiderinformation der A-AG bei einem Gespräch am Nachbartisch im Restaurant erfährt und daraufhin Aktien der A-AG kauft.



c) Unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen

Grundsätzlich ist auch die Offenlegung von Insiderinformationen verboten. Etwas anderes gilt nur, wenn die Offenlegung im Zuge der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufs oder der normalen Erfüllung von Aufgaben geschieht. Auch dieses Verbot gilt sowohl für natürliche als auch juristische Personen.

Die Weitergabe von Empfehlungen oder das Verleiten anderer, nachdem man selbst verleitet wurde, gilt ebenfalls als unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen. Dies ist dann der Fall, wenn die Person, die die Empfehlung weitergibt oder andere verleitet, nachdem sie selbst verleitet wurde, weiß oder wissen sollte, dass die Empfehlung bzw. Verleitung auf Insiderinformationen beruht.

d) Anwendungsbereich

Die Insiderverbote gelten für Insiderinformationen in Bezug auf Finanzinstrumente, die die Voraussetzungen von Art. 2 Abs. 1 MMVO erfüllen.

Auch die Nutzung einer entsprechenden Empfehlung oder Verleitung stellt ein Insidergeschäft dar und ist damit verboten, wenn die Person, die die Empfehlung der Verleitung nutzt, weiß oder wissen muss, dass diese auf einer Insiderinformation beruht.

4.2 Ausnahme vom Insiderverbot: „Legitime Handlungen“

Ausnahmsweise wird auch bei einer Person, die im Besitz von Insiderinformationen ist, nicht angenommen, dass sie diese Information genutzt hat. Die MMVO sieht in Art. 9 – nicht abschließend aufgezählte – Situationen vor, in denen ausnahmsweise sog. „Legitime Handlungen“ vorliegen können. Dies betrifft:



- a) *bestimmte Situationen bei juristischen Personen*
- b) *sog. Market-Maker bzw. ähnliche Personen*
- c) *die Erfüllung von Verbindlichkeiten*
- d) *Situationen im Zusammenhang mit der Übernahme eines Unternehmens bzw. einem Unternehmenszusammenschluss*
- e) *die Umsetzung eigener Erwerbs- und Veräußerungsentscheidungen*

ad a) juristische Personen

Ausnahmsweise wird nicht schon aufgrund der bloßen Tatsache, dass eine juristische Person im Besitz von Insiderinformationen ist oder war, angenommen, dass sie diese Informationen genutzt und daher auf der Grundlage eines Erwerbs oder einer Veräußerung Insidergeschäfte getätigt hat.



Voraussetzung hierfür ist aber, dass die juristische Person

- (i) *zuvor angemessene und wirksame interne Regelungen und Verfahren eingeführt, umgesetzt und aufrechterhalten hat, durch die wirksam sichergestellt wird, dass weder die natürliche Person, die in ihrem Auftrag den Beschluss gefasst hat, Finanzinstrumente zu erwerben oder zu veräußern, auf die sich die Informationen beziehen, noch irgendeine andere natürliche Person, die diesen Beschluss in irgendeiner Weise beeinflusst haben könnte, im Besitz der Insiderinformationen gewesen ist, und*
- (ii) *die natürliche Person, die im Auftrag der juristischen Person Finanzinstrumente, auf die sich die Informationen beziehen, erworben oder veräußert hat, nicht aufgefordert, ihr keine Empfehlungen gegeben, sie nicht angestiftet (gemeint ist „verleitet“) oder anderweitig beeinflusst hat.*



Emittenten sollten alle Mitarbeiter im rechtskonformen Umgang mit Insiderinformationen schulen und Maßnahmen ergreifen, um sich in den eigenen Handlungsmöglichkeiten aufgrund der Insiderverbote nicht mehr als notwendig einzuschränken.

Die Emittenten sollten daher z. B. Zugangsbeschränkungen im Umgang mit sensiblen Informationen einführen und grundsätzlich Zugang nur nach dem Need-to-know-Prinzip gewähren. Nach diesem Prinzip erhalten nur die Personen die Information, die diese auch benötigen. Zur Sicherstellung der Vertraulichkeit können z. B. auch sog. „Chinese Walls“ eingerichtet werden. „Chinese Walls“ sind Informationsbarrieren, die den unkontrollierten Informationsfluss innerhalb eines Unternehmens verhindern sollen. Die eingeführten Maßnahmen sollten regelmäßig auf ihre Wirksamkeit evaluiert und an neue Technologien angepasst werden. Sobald Missstände auftreten, muss durch die Einführung von Kommunikationsprozessen sichergestellt sein, dass dies den zuständigen Gremien und der Geschäftsleitung mitgeteilt wird, damit diese Gegenmaßnahmen ergreifen kann. Hierfür installieren Unternehmen häufig unternehmensinterne Handlungsanweisungen oder Richtlinien, die von allen Mitarbeitern zu beachten sind und die dem Mitarbeiter erläutern, wie er die Informationen weiterzugeben hat.

Die im Unternehmen eingeführten Kapitalmarkt-Compliance-Systeme sollten dokumentiert werden. Viele Unternehmen holen hierfür Unterstützung von Experten, z. B. Rechtsanwaltskanzleien.

ad b) Market-Maker

Auch für sog. Market-Maker wird unter bestimmten Voraussetzungen nicht schon deshalb, weil sie im Besitz von Insiderinformationen sind, angenommen, dass sie diese Informationen genutzt und daher auf der Grundlage eines Erwerbs oder einer Veräußerung Insidergeschäfte getätigt haben.



Unter Market-Maker sind gem. Art. 4 Abs. 1 Nr. 7 MiFID II Personen zu verstehen, die auf kontinuierlicher Basis ihre Bereitschaft zum Handel unter Einsatz eigenen Kapitals, für eigene Rechnung und zu selbst gesetzten Kursen anzeigen. Entsprechendes gilt für Personen, die zur Ausführung von Aufträgen für Dritte zugelassen sind.

ad c) Erfüllung von Verbindlichkeiten

Ein verbotenes Insidergeschäft liegt dann nicht vor, wenn mit dem Geschäft Verbindlichkeiten erfüllt werden, die zu einem Zeitpunkt entstanden sind, in dem die Person noch keine Insiderinformationen besaß. Darüber hinaus muss sichergestellt sein, dass dies in gutem Glauben und nicht zur Umgehung des Insiderverbots erfolgte, obwohl die handelnde Person im Zeitpunkt des Geschäfts im Besitz von Insiderinformationen ist.



Wenn von dieser Ausnahme Gebrauch gemacht werden soll, ist eine Dokumentation der Voraussetzungen dringend zu empfehlen. Es sollte dabei z. B. genauestens dokumentiert werden, wann die Verbindlichkeit eingegangen wurde und wann die Insiderinformation (zu einem späteren Zeitpunkt) entstanden ist. Aufgeführt werden sollte dabei etwa auch, unter welchen Voraussetzungen die Verbindlichkeit entstanden ist und dass sie (nur) durch die Ausführung des fraglichen Geschäfts erfüllt werden kann.

ad d) Situationen im Zusammenhang mit der Übernahme eines Unternehmens bzw. einem Unternehmenszusammenschluss

Die MMVO sieht eine weitere Ausnahme vom Verbot von Insidergeschäften im Zusammenhang mit der Übernahme eines Unternehmens bzw. einem Unternehmenszusammenschluss vor. Voraussetzung hierfür ist aber, dass die Insiderinformation im Zuge der Übernahme eines Unternehmens oder eines Unternehmenszusammenschlusses auf der Grundlage eines öffentlichen Angebots, z. B. im Rahmen einer Due Diligence, erworben wurde und diese Insiderinformation ausschließlich dazu genutzt wird, um den Unternehmenszusammenschluss oder die Übernahme auf der Grundlage eines öffentlichen Angebots weiterzuführen. Daneben ist erforderlich, dass zum Zeitpunkt der Zustimmung der Anteilseigner, also regelmäßig der Aktionäre oder der Annahme des Angebots durch die Anteilseigner des betreffenden Unternehmens, sämtliche Insiderinformationen öffentlich gemacht worden sind oder auf andere Weise ihren Charakter als Insiderinformationen verloren haben.



Diese Ausnahme ist ausdrücklich nicht für den bloßen Beteiligungsaufbau anwendbar. Ein Beteiligungsaufbau ist legal definiert als Erwerb von Anteilen an einem Unternehmen, durch den keine rechtliche oder regulatorische Verpflichtung entsteht, ein öffentliches Übernahmeangebot abzugeben.



Etwa im Rahmen einer Due Diligence erlangte Insiderinformationen sind daher grundsätzlich offenzulegen.

ad e) Umsetzung eigener Erwerbs- und Veräußerungsentscheidungen

Die bloße Umsetzung des eigenen Erwerbs- bzw. Veräußerungsentschlusses in Bezug auf Finanzinstrumente stellt gem. Erwägungsgrund 31 MMVO ausdrücklich keine verbotene Nutzung von Insiderinformationen dar.

Insiderverbot trotz „Legitimer Handlung“

Selbst wenn die in Art. 9 MMVO geregelten Voraussetzungen für eine „Legitime Handlung“ vorliegen, kann die zuständige Finanzaufsichtsbehörde gleichwohl feststellen, dass ein Verstoß gegen das Insiderverbot vorliegt. Voraussetzung hierfür ist, dass sich hinter der „Legitimen Handlung“ ausnahmsweise doch ein rechtswidriger Grund verbirgt.



Emittenten sollten in jedem Fall des Handelns trotz Vorliegens einer Insiderinformation genauestens dokumentieren, welche Maßnahmen sie ergriffen haben und warum aus ihrer Sicht im konkreten Fall kein Verstoß gegen das Insiderverbot vorliegt.

4.3 Ausnahmen für Rückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen

Ähnlich zu der bisherigen Rechtslage sieht auch die MMVO Ausnahmen von dem Insiderverbot und der Marktmanipulation für Rückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen vor.



Unter einem Rückkaufprogramm wird der Handel mit eigenen Aktien verstanden, der sich nach Vorgaben von Art. 21 bis 27 der europäischen Kapital-Richtlinie vollzieht. Diese Ausnahme ist nur für den Rückkauf von Aktien vorgesehen, nicht aber auch für Anleihen.

Zusätzlich muss das Rückkaufprogramm ausschließlich den in Art. 5 Abs. 2 MMVO vorgesehenen Zwecken dienen. Danach sind Rückkaufprogramme zur Herabsetzung des Kapitals, der Erfüllung von Wandlungsrechten und für Mitarbeiterbeteiligungsprogramme privilegiert. Neu ist dabei, dass ausdrücklich auch solche Rückkaufprogramme umfasst sind, die auch Mitgliedern der Verwaltungs-, Leitungs- und Aufsichtsorgane zur Verfügung stehen.

a) Veröffentlichungs- und Dokumentationspflichten

Um von der Ausnahme Gebrauch machen zu können, sind insbesondere erhebliche Veröffentlichungs- und Dokumentationspflichten vom Emittenten zu erfüllen. Diese sind in der MMVO nur rudimentär geregelt und in der Delegierten Verordnung (EU) 2016/1052 näher ausgestaltet. Dabei sind Veröffentlichungspflichten vor dem Beginn des Rückkaufprogramms sowie solche, die laufend während der Durchführung erfüllt werden müssen, vorgesehen.

So müssen vor Beginn die Einzelheiten des Programms vollständig bekannt gemacht werden. Hierzu zählen Zweck, maximaler Geldbetrag, der für das Programm zur Verfügung steht, Höchstzahl der zu erwerbenden Aktien und Dauer des Programms. Jegliche späteren Änderungen sind ebenfalls zu veröffentlichen.

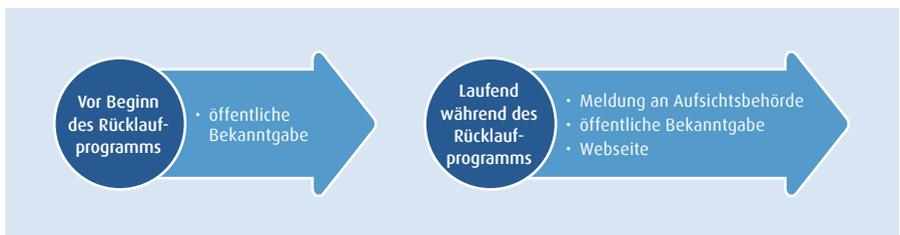


Abbildung 27: Veröffentlichungen im Zusammenhang mit einem Rückkaufprogramm

Zusätzlich sind während der Durchführung des Rückkaufprogramms Meldungen abzugeben und öffentlich bekannt zu machen. Ähnlich zur Ad-hoc-Publizität (vgl. Kapitel 1) müssen die Meldungen an alle zuständigen Aufsichtsbehörden der Handelsplätze abgegeben werden, auf denen die Aktien des Emittenten zum Handel zugelassen sind bzw. gehandelt werden.

Emittenten sollten in der Planungsphase des Rückkaufprogramms sorgfältig ermitteln, auf welchen Handelsplätzen ihre Aktien zum Handel zugelassen sind bzw. gehandelt werden.



Üblicherweise können die Meldungen mit der Software von Dienstleistern an diese Aufsichtsbehörden übersandt werden. Hierfür muss jedoch in der Software hinterlegt werden, welche Behörden die Meldungen auch tatsächlich erhalten sollen.

Software-Dienstleister: Altares, ACTICO

Verbreitungsdienste: EQS, presstext, euro adhoc, Tensid

Die laufenden Meldungen bzw. Veröffentlichungen während der Durchführung des Rückkaufprogramms müssen spätestens am Ende des siebten Handelstags nach dem Tag der Ausführung des Geschäfts erfolgen.



Die Geschäfte von mehreren Handelstagen können in einer Meldung bzw. Veröffentlichung bekannt gemacht werden, sofern für alle Geschäfte die Frist von sieben Handelstagen eingehalten wird.

Nach dem Wortlaut von Art. 2 Abs. 2 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/1052 sind in den Meldungen Angaben zu den Geschäften in detaillierter und aggregierter Form erforderlich. Die aggregierten Daten bestehen aus dem gesamten Volumen und dem gewichteten Durchschnittskurs pro Tag und pro Handelsplatz.



In der Praxis erhält der Emittent die für die Meldungen benötigten Daten vom beauftragten Kreditinstitut.

b) Handelsbedingungen

Neben der Erfüllung der Veröffentlichungs- und Dokumentationspflichten sind auch die gesetzlich vorgesehenen Handelsbedingungen gem. Art. 3 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/1052 einzuhalten. So müssen die Aktien z. B. auf einem Handelsplatz gekauft werden, auf dem sie zum Handel zugelassen sind bzw. dort gehandelt werden. Daneben müssen Vorgaben an den vom Emittenten zu zahlenden Kurs der Aktien sowie das maximale Rückkaufvolumen je Handelstag beachtet werden.

Sofern das Rückkaufprogramm nicht unter Führung eines Wertpapierhauses oder Kreditinstituts durchgeführt wird, das die Entscheidungen über den Zeitpunkt des Erwerbs von Aktien unabhän-

gig vom Emittenten trifft, ist ferner zu beachten, dass während des Rückkaufprogramms nicht eigene Aktien verkauft werden und das Rückkaufprogramm nicht während einer Closed Period gem. Art. 19 Abs. 11 MMVO bzw. während des Aufschiebs der Veröffentlichung von Insiderinformationen gem. Art. 17 Abs. 4 und 5 MMVO durchgeführt werden darf (vgl. Kapitel 2.7).



In der Praxis beauftragen Emittenten häufig Kreditinstitute mit der Durchführung des Rückkaufprogramms und gewähren diesem insbesondere die Entscheidungsfreiheit über den Zeitpunkt der Geschäfte. Dies ist insbesondere mit Blick auf die sonst bestehenden Handelsbeschränkungen sinnvoll.

4.4 Sanktionen bei Verstoß

Die Sanktionen im Falle eines Verstoßes gegen die Insiderverbote sind im nationalen Recht geregelt. In Deutschland kommen gem. §§ 38, 39 und 40d WpHG insbesondere folgende Sanktionen in Betracht:



Strafe

- Freiheitsstrafe bis zu 5 Jahren oder



Bußgeld

- bis zu EUR 5 Mio. bei natürlichen Personen, bis zu EUR 15 Mio. bei juristischen Personen oder
- bis zum Dreifachen des aus dem Verstoß gezogenen wirtschaftlichen Vorteils oder
- 15 % des Gesamtumsatzes der juristischen Person (bezogen auf Konzernumsatz)



Naming and Shaming

- Veröffentlichung durch die BaFin auf deren Webseite
- vor Bestands- bzw. Rechtskraft
- unter Angabe von Namen

Abbildung 28: Sanktionen bei Verstoß gegen Insiderverbot

4.5 Insiderverbote in Kürze

- Unter dem Begriff des Insiderverbots werden verschiedene verbotene Handlungen im Zusammenhang mit Insiderinformationen verstanden
- Sog. Jedermann-Delikt: Es kann grundsätzlich von jeder Person verletzt werden, ohne dass die Person besondere Eigenschaften erfüllen muss
- Folgende Handlungen sind verboten:
 - (i) Tätigen von Insidergeschäften einschließlich eines solchen Versuchs
 - (ii) Empfehlung bzw. Verleitung von Dritten, Insidergeschäfte zu tätigen
 - (iii) Unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen
- Ausnahme vom Insiderverbot: „Legitime Handlungen“
 - (i) bestimmte Situationen bei juristischen Personen
 - (ii) sog. Market-Maker bzw. ähnliche Personen
 - (iii) die Erfüllung von Verbindlichkeiten
 - (iv) Situationen im Zusammenhang mit der Übernahme eines Unternehmens bzw. einem Unternehmenszusammenschluss
 - (v) die Umsetzung eigener Erwerbs- und Veräußerungsentscheidungen
- Ausnahmen vom dem Insiderverbot und der Marktmanipulation für Rückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen
- Sanktionen im Falle eines Verstoßes gegen die Insiderverbote sind im nationalen Recht geregelt und drastisch verschärft

5. Marktsondierung

Wichtige Rechtsgrundlagen

- Art. 11 MMVO, Verordnung (EU) 596/2014
- Delegierte Verordnung (EU) 2016/960 der Kommission
- Durchführungsverordnung (EU) 2016/959 der Kommission
- ESMA-Leitlinien – Personen, die Marktsondierungen erhalten, ESMA/2016/1477
- ESMA Final Report Draft Technical Standards on the Market Abuse Regulation, ESMA/2015/1455, Kapitel 4

Unter dem Begriff der Marktsondierung werden verschiedene Verhaltensweisen im Zusammenhang mit der Kommunikation zwischen Emittenten, Bietern und Anlegern verstanden.

Die bisher in Deutschland noch nicht gesetzlich geregelte, aber in verschiedenen Ausprägungen durchaus als Marktpraxis zu bezeichnende Marktsondierung wird nunmehr in Art. 11 MMVO europaweit einheitlich und unmittelbar geltend für alle Betroffenen geregelt.

5.1 Zweck

Mit der Marktsondierung soll das Interesse an einer Platzierung von Finanzinstrumenten bzw. einem Erwerbsangebot abgeschätzt werden. Marktsondierungen werden als wertvolles Instrument zur Beurteilung der Meinung potenzieller Anleger, zur Intensivierung des Dialogs mit den Anteilseignern, zur Sicherstellung des reibungslosen Ablaufs der Geschäfte und zur Abstimmung der Ansichten von Emittenten, vorhandenen Anteilseignern und potenziellen neuen Anlegern angesehen.

Marktsondierungen können nach der Vorstellung des Gesetzgebers insbesondere nützlich sein, wenn das Vertrauen in die Märkte geschwächt ist, wenn relevante Marktreferenzwerte fehlen oder wenn die Märkte Schwankungen unterworfen sind.

Im Rahmen von Marktsondierungen werden häufig Insiderinformationen weitergegeben. Die Regelung der Marktsondierung soll einen Rechtsrahmen schaffen, in dem sich die Beteiligten sicher bewegen können.

5.2 Begrifflichkeiten

Im Rahmen der Marktsondierung gibt eine natürliche oder juristische Person einer oder mehreren anderen Personen Informationen weiter. Diese Person wird als „offenlegender Marktteilnehmer“, im Englischen „Disclosing Market Participant“ (DMP), bezeichnet. Die Person, die die Informationen erhält, wird auch als „empfangender Marktteilnehmer“, im Englischen „Market Sounding Receiver“ (MSR), bezeichnet.

5.3 Anwendungsbereich

Die Marktsondierung muss sich auf Finanzinstrumente gem. Art. 2 MMVO beziehen. Die MMVO regelt Marktsondierungen für zwei unterschiedliche Szenarien: Art. 11 Abs. 1 MMVO regelt einen Bereich der Übermittlung von Informationen für die „Sell Side“. Art. 11 Abs. 2 MMVO sieht Regelungen für die Übermittlung von Informationen im Zusammenhang mit einem geplanten Übernahmeangebot bzw. Unternehmenszusammenschluss durch den potenziellen Bieter („Buy Side“) vor. Beide Bereiche sind strikt voneinander zu trennen und decken jeweils nur spezifische Aspekte ab, sodass Art. 11 MMVO keineswegs Regelungen für alle in Betracht kommenden Situationen vorsieht.

a) Übermittlung von Informationen an potenzielle Anleger, Art. 11 Abs. 1 MMVO

Eine Marktsondierung gem. Art. 11 Abs. 1 MMVO liegt vor, wenn bestimmte Anbieter von Finanzinstrumenten mit potenziellen Anlegern über beabsichtigte Geschäfte kommunizieren. Als Anbieter kommen nur

- (i) *Emittenten,*
- (ii) *sog. Zweitanbieter, die das fragliche Finanzinstrument in einer Menge bzw. einem Wert anbieten, die bzw. der sich vom üblichen Handel unterscheidet und das geplante Geschäft auf einer Verkaufsmethode beruht, die auf der Vorabbeurteilung des potenziellen Interesses von möglichen Anlegern beruht,*
- (iii) *Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate und*
- (iv) *Dritte, die im Auftrag oder für Rechnung einer der vorgenannten Personen handeln*

in Betracht. Bei Letzteren ist grundsätzlich ein bestehender Mandatsvertrag erforderlich, sodass bloß zukünftige Beziehungen nicht ausreichend sind.

b) Übermittlung von Informationen an Anteilshaber, Art. 11 Abs. 2 MMVO

Eine Marktsondierung gem. Art. 11 Abs. 2 MMVO liegt vor, wenn eine Person, die beabsichtigt, ein Übernahmeangebot für alle Anteile eines Unternehmens abzugeben oder einen Unternehmenszusammenschluss zu verfolgen, Insiderinformationen gegenüber bereits vorhandenen Anteilshabern offenlegt.

Voraussetzung soll bei dieser Form der Marktsondierung außerdem sein, dass die übermittelten Informationen zur Meinungsbildung der Inhaber erforderlich sind und zusätzlich auch die Bereitschaft der angesprochenen Inhaber zur Annahme eines möglichen Angebots für den potenziellen Bieter für dessen Beschluss zur Abgabe eines Angebots nach vernünftigem Ermessen erforderlich ist.



Die Durchführung einer Marktsondierung setzt das Vorhandensein erheblicher formaler Prozesse voraus und sollte daher stets gut geplant sein, um sämtliche Anforderungen in der Praxis erfüllen zu können.

Die nachfolgenden Erläuterungen können diese Anforderungen nur in wesentlichen Grundzügen skizzieren.

5.4 Notwendiger Prozess bei Durchführung einer Marktsondierung

Soll eine Marktsondierung nach Art. 11 MMVO durchgeführt werden, sind erhebliche Anforderungen an den Prozess und dessen Dokumentation bei allen Beteiligten zu erfüllen.

Die wesentlichen Schritte einer Marktsondierung sind:



Abbildung 29: Ablauf einer Marktsondierung

Pflichten des offenlegenden Marktteilnehmers vor Beginn der Sondierung

Der offenlegende Marktteilnehmer hat zunächst die Vorgaben von Art. 11 Abs. 3 und 5 MMVO zu beachten. Hierzu prüft der Sondierende in einem ersten Schritt vor Beginn der Marktsondierung, ob die geplante Sondierung auch die Offenlegung von Insiderinformationen umfasst. Das Ergebnis dieser Prüfung einschließlich der jeweiligen Gründe für die Einschätzung muss schriftlich dokumentiert und ggf. später aktualisiert werden.



Die Vorgaben von Art. 11 MMVO sind auch dann zu berücksichtigen, wenn nach Einschätzung des offenlegenden Marktteilnehmers keine Insiderinformationen offengelegt werden.

Im Anschluss hat der offenlegende Marktteilnehmer die Person, der er Informationen übermitteln möchte, zunächst um Zustimmung zur Informationsübermittlung zu bitten und zusätzlich umfangreich aufzuklären. Dies umfasst die Zustimmung zum Empfang von Insiderinformationen und die Aufklärung über die sich aus dem Besitz von Insiderinformationen ergebenden Insiderverbote; auch dies muss dokumentiert werden.



Unabhängig davon, ob die Marktsondierung die Offenlegung von Insiderinformationen enthält, ist es Pflicht, die in der Durchführungsverordnung für beide Fälle vorgesehenen Muster für schriftliche Protokolle zu verwenden.



Nehmen mehrere Personen gemeinschaftlich eine Marktsondierung vor, ist die Einhaltung der Regeln von allen Beteiligten erforderlich. Die Einschätzung, ob es sich bei den offenzulegenden Informationen um Insiderinformationen handelt, hat einheitlich durch alle Sondierenden zu erfolgen. Daher ist eine Abstimmung z. B. aller Konsortialbanken erforderlich, wenn diese als Syndikat tätig werden.

Pflichten des offenlegenden Marktteilnehmers während der Sondierung

Die Dokumentationspflicht umfasst dabei nach den Musterprotokollen der Durchführungsverordnung (VO) EU 2016/959 insbesondere Folgendes:

- a) Identität des offenlegenden Marktteilnehmers
- b) Identität der Person, die die Mitteilung erhält
- c) Datum und Uhrzeit (unter Angabe der Zeitzone) einer jeden Übermittlung
- d) Erklärung, dass die Übermittlung für die Zwecke einer Marktsondierung stattfindet
- e) Erklärung, dass das Gespräch aufgezeichnet wird, sowie die Zustimmung der Person, die die Marktsondierung erhält, zu dieser Aufzeichnung und Bestätigung, dass die kontaktierte Person für Marktsondierungen bei dieser Partei zuständig ist
- f) Erklärung, dass die Person bei Zustimmung zum Erhalt der Informationen Insiderinformationen erhalten wird und gem. Art. 11 Abs. 7 MMVO verpflichtet ist, (zusätzlich) selbst eine Prüfung vorzunehmen, ob es sich auch aus ihrer Sicht um eine Insiderinformation handelt
- g) sofern möglich eine Angabe zum Zeitpunkt, wann die Information die Eigenschaft als Insiderinformation verliert
- h) Aufklärung über Insiderverbote
- i) Bestätigung des Sondierten über die Aufklärung bzgl. der Insiderverbote
- j) die eigentlichen offengelegten Informationen und Kennzeichnung, welcher Aspekt als Insiderinformation bewertet wird

Der Sondierende darf ein sog. Wall Crossing, d. h. die Übermittlung der Insiderinformation an den empfangenden Marktteilnehmer, daher erst vornehmen, wenn er die Zustimmung des Informationsempfängers hierzu hat und er diesen auf die Insiderverbote hingewiesen hat.

Zudem hat der offenlegende Marktteilnehmer gem. Art. 3 Abs. 5 Delegierte Verordnung (EU) 2016/960 sicherzustellen, dass in Bezug auf ein und dieselbe Marktsondierung allen Personen, die die Marktsondierung erhalten, Informationen gleichen Umfangs zugehen.



Dies kann in der Praxis Schwierigkeiten mit sich bringen. Insbesondere wenn mehrere Konsortialbanken die Marktsondierung durchführen wollen, ist durch interne Abstimmung genau festzulegen, welche Informationen gegeben werden sollen.



Banken A, B und C bilden das Konsortium. Sie wollen potenzielle Investoren ansprechen. Damit alle Angesprochenen die gleichen Informationen, unabhängig davon, ob sie von Bank A, B oder C angesprochen werden, erhalten, ist vorab festzulegen, welche Informationen gegeben werden.

Der Sondierende muss darüber hinaus sog. Sounding Lists gem. Art. 4 Delegierte Verordnung (EU) 2016/960 mit den persönlichen Daten des Adressaten der Marktsondierung sowie eine separate Liste mit allen Personen, die keine Marktsondierung erhalten möchten, führen.

Pflichten des offenlegenden Marktteilnehmers nach der Sondierung

Der offenlegende Marktteilnehmer hat die Sondierte unverzüglich darüber zu informieren, wenn die übermittelten Informationen ihre Eigenschaft als Insiderinformation verloren haben. Dieser Prozess wird als sog. Cleansing bezeichnet und muss ebenfalls dokumentiert werden.



Diese Unterrichtung ist auch dann erforderlich, wenn die Information ihre Eigenschaft als Insiderinformation aufgrund ihrer öffentlichen Bekanntgabe verloren hat.

Insgesamt besteht gem. Art. 11 Abs. 8 MMVO eine Aufbewahrungspflicht der Dokumentation für die Dauer von fünf Jahren.

Pflichten des empfangenden Marktteilnehmers

Die MMVO sieht Pflichten für den empfangenden Marktteilnehmer nur punktuell und in Ansätzen vor. Allerdings hat die ESMA mit einer eigenen Leitlinie weitere Vorgaben statuiert.

Somit unterliegt auch der empfangende Marktteilnehmer einer Reihe von Anforderungen nach Art. 11 MMVO bzw. der begleitenden Rechtsakte. Unabhängig von der Einschätzung des offenlegenden Marktteilnehmers hat der Sondierte eine eigene Bewertung der ihm vorliegenden Informationen hinsichtlich ihrer Eigenschaft als Insiderinformation vorzunehmen. Die Bewertung durch den offenlegenden Marktteilnehmer bindet ihn nicht. Kommt der Sondierte zu dem Ergebnis, dass es sich um eine Insiderinformation handelt, muss er sämtliche Emittenten und Finanzinstrumente ermitteln, auf die sich die Insiderinformation bezieht.



Die so ermittelten Finanzinstrumente sollten von jeder Handelstätigkeit des Sondierenden ausgeschlossen werden, um einen Verstoß gegen das Insiderverbot zu vermeiden.

Daneben sehen die Leitlinien vor, dass die Sondierten interne Verfahren schaffen, umsetzen und unterhalten, die für den Umfang, die Größe und die Art ihrer Geschäftstätigkeit angemessen und verhältnismäßig sind. Es gilt hierbei das sog. Proportionalitätsprinzip. Dieses findet auch Anwendung für durchzuführende Schulungen der eigenen Mitarbeiter. Die Verfahren müssen die erste Kontaktaufnahme durch den Sondierenden, restriktive Informationsflüsse auf Need-to-know-Basis beim Sondierten, die Bewertung der Insiderinformationsqualität sowie die auch beim Sondierten erforderliche Dokumentation und deren Aufbewahrung regeln. So ist auch vom Sondierten eine Liste der Personen zu führen, die im Verlauf der Marktsondierungen Zugang zu übermittelten Informationen haben; dies hat für jede Marktsondierung in chronologischer Reihenfolge zu erfolgen. Der Sondierte ist zudem dazu verpflichtet, sich gegenüber dem offenlegenden Marktteilnehmer innerhalb von fünf Arbeitstagen dahingehend zu erklären, ob die von diesem erstellten Protokolle aus seiner Sicht zutreffend sind.



Auch der Sondierte bewahrt seine Dokumentation gem. den ESMA-Leitlinien für einen Zeitraum von mindestens fünf Jahren auf.

Aufzeichnungspflichten des Empfängers der Marktsondierung

(Aufbewahrungspflicht von 5 Jahren, dauerhaftes Medium)

Benachrichtigung an den offenlegenden Marktteilnehmer, 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 offenlegenden Marktteilnehmers abweichende Einschätzung, ob es sich um eine Insiderinformation handelt

Die intern bestimmten Abläufe zur Informationsverteilung und -bewertung beim Informationsempfänger

Liste der Mitarbeiter des empfangenden Marktteilnehmers, die Kenntnis von den übermittelten Informationen haben

Die Identifikation aller Emittenten und Finanzinstrumente, auf die sich eine mögliche Insiderinformation bezieht

Abbildung 30: Dokumentationspflichten des empfangenden Marktteilnehmers

5.5 Wirkung von Marktsondierungen

Der offenlegende Marktteilnehmer legt gem. Art. 11 Abs. 4 MMVO Insiderinformationen nicht unrechtmäßig i. S. d. Art. 10 MMVO offen, wenn er die Vorgaben der Marktsondierung beachtet. In diesen Fällen wird die Weitergabe so betrachtet, dass sie im Zuge der normalen Ausübung der Beschäftigung oder des Berufs oder der normalen Erfüllung der Aufgaben erfolgt. Eine Ausnahme vom Insiderhandelsverbot folgt aus einer ordnungsgemäßen Marktsondierung nicht (vgl. Kapitel 4.2). Im Übrigen sind die Wirkungen der Marktsondierungen noch ungeklärt.

5.6 Marktsondierung in Kürze

- Marktsondierung wird als wichtiges Werkzeug zur Beurteilung der Meinung potenzieller Investoren und zur Intensivierung des Dialogs mit den Anteilseignern und zur Sicherstellung des reibungslosen Ablaufs von Geschäften gesehen
- Stärkt somit das ordnungsgemäße Funktionieren der Märkte
- Vorsicht: Es bedeutet jedoch oft gleichzeitig Offenlegung von Insiderinformationen
- Zahlreiche Dokumentations- und Aufklärungspflichten
- Offenlegender Marktteilnehmer muss vor der Durchführung entscheiden, ob durch die Marktsondierung eine Offenlegung von Insiderinformationen erfolgt, Art. 11 Abs. 3 MMVO
- Zusätzliche Einschätzung des Empfängers, ob es sich um eine Insiderinformation handelt, nötig → Empfänger muss Protokoll der Marktsondierung des Sondierenden unterzeichnen, wenn er mit dessen Inhalt einverstanden ist
- Notwendigkeit des sog. „Cleansing“: Offenlegender Marktteilnehmer muss Empfänger der Information schnellstmöglich in Kenntnis setzen, wenn Information ihre Eigenschaft als Insiderinformation verliert

6. Verbot der Marktmanipulation

Wichtige Rechtsgrundlagen

- Art. 12, 13, 15, 16 und Anhang I MMVO, Verordnung (EU) 596/2014 (statt § 20a WpHG a. F. bis Juli 2016)
- § 12 WpHG n. F. (seit Juli 2016)
- Delegierte Verordnung (EU) 2016/522 der Kommission
- Delegierte Verordnung (EU) 2016/908 der Kommission
- ESMA Final Report technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation, ESMA/2015/224
- ESMA Final Report Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, ESMA/2015/1455

Unter dem Begriff der Marktmanipulation werden verschiedene verbotene Handlungen im Zusammenhang mit betrügerischem oder manipulativem Verhalten, das auch außerhalb eines Handelsplatzes erfolgen kann, verstanden. Das Vorliegen einer Insiderinformation ist nicht Voraussetzung für eine verbotene Marktmanipulation.

Das bisher in § 20a WpHG a. F. geregelte Verbot der Marktmanipulation wird nunmehr in Art. 12, 13, 15 und dem Anhang I der MMVO europaweit einheitlich und unmittelbar geltend für alle Betroffenen geregelt.

6.1 Anwendungsbereich



Das Marktmanipulationsverbot ist als sog. Jedermann-Delikt ausgestaltet, ähnlich wie die Insiderverbote (vgl. Kapitel 4). Es kann also grundsätzlich von jeder Person verletzt werden, ohne dass die Person besondere Eigenschaften erfüllen muss. Sowohl natürliche als auch juristische Personen können gegen das Verbot verstoßen.

6.2 Verbotene Handlungen

Die Marktmanipulation und der Versuch der Marktmanipulation sind gem. Art. 15 MMVO verboten. Welche Handlungen von dem Verbot der Marktmanipulation umfasst sind, bestimmt Art. 12 MMVO. Danach ist eine Vielzahl von manipulativen Verhaltensweisen erfasst. Mit der Neuregelung des Marktmanipulationsverbots wollte der Gesetzgeber eine Umgehung möglichst weitgehend verhindern. Dies führte zu einer sehr weitreichenden Regelung, die wenig Konturenschärfe hat. Letzteres ist auch darin begründet, dass die Regelungen im Hinblick auf neue Technologien und automatisierte Handelsstrategien flexibel sind.

Verboten sind gem. Art. 12 Abs. 1 MMVO insbesondere

- a) *jede Handlung (z. B. der Abschluss eines Geschäfts oder die Erteilung eines Handelsauftrags, aber auch jede sonstige Handlung), die*
 - (i) *falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots, der Nachfrage oder des Preises eines Finanzinstruments gibt oder bei der dies wahrscheinlich ist, oder*
 - (ii) *ein anormales oder künstliches Kursniveau eines Finanzinstruments sichert oder bei der dies wahrscheinlich ist, es sei denn, es liegen hierfür legitime Gründe vor und die Handlung steht im Einklang mit einer zulässigen Marktpraxis (vgl. Kapitel 6.3),*
- b) *jede Tätigkeit oder Handlung (z. B. der Abschluss eines Geschäfts oder die Erteilung eines Handelsauftrags, aber auch jede sonstige Handlung), die unter Vorpiegelung falscher Tatsachen oder unter Verwendung sonstiger Kunstgriffe oder Formen der Täuschung den Kurs eines Finanzinstruments beeinflusst oder hierzu geeignet ist,*
- c) *die Verbreitung von Informationen, die falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots, der Nachfrage oder des Preises eines Finanzinstruments gibt oder bei der dies wahrscheinlich ist oder ein anormales oder künstliches Kursniveau eines Finanzinstruments sichert oder bei der dies wahrscheinlich ist, einschließlich der Verbreitung von Gerüchten, wenn die verbreitende Person wusste oder hätte wissen müssen, dass sie falsch oder irreführend waren, sowie*
- d) *die Übermittlung falscher oder irreführender Angaben oder die Bereitstellung falscher oder irreführender Ausgangsdaten bezüglich eines Referenzwertes, wenn die handelnde Person wusste oder hätte wissen müssen, dass sie falsch oder irreführend waren.*

Die MMVO enthält in Anhang I eine Liste sog. Indikatoren für eine Marktmanipulation, die jedoch nicht abschließend ist.

Abschnitt A des Anhangs I der MMVO listet Indikatoren für manipulatives Verhalten durch Aussenden falscher oder irreführender Signale und durch Herbeiführen bestimmter Kurse von Finanzinstrumenten auf. Diese Indikatoren sind für sich genommen nicht unbedingt als Marktmanipulation anzusehen. Sie sind aber zu berücksichtigen, wenn Marktteilnehmer oder die zuständigen Behörden Geschäfte oder Handelsaufträge auf marktmanipulatives Verhalten hin prüfen.

Bei einer solchen Prüfung sind u. a. zu berücksichtigen:

- a) *der Umfang, in dem erteilte Handelsaufträge oder abgewickelte Geschäfte einen bedeutenden Teil des Tagesvolumens der Transaktionen mit dem entsprechenden Finanzinstrument ausmachen*

- b) *der Umfang, in dem erteilte Handelsaufträge oder abgewickelte Geschäfte von Personen, die bedeutende Kauf- oder Verkaufspositionen in Bezug auf ein Finanzinstrument innehaben, zu wesentlichen Änderungen des Kurses dieses Finanzinstruments führen*
- c) *der Umstand, dass getätigte Geschäfte nicht zu einer Änderung des wirtschaftlichen Eigentums eines Finanzinstruments führen*
- d) *der Umfang, in dem erteilte Handelsaufträge oder abgewickelte Geschäfte oder stornierte Aufträge Umkehrungen von Positionen innerhalb eines kurzen Zeitraums beinhalten und einen beträchtlichen Teil des Tagesvolumens der Transaktionen mit dem entsprechenden Finanzinstrument ausmachen*

Abschnitt B des Anhangs I der MMVO listet Indikatoren für manipulatives Verhalten durch Vorspiegelung falscher Tatsachen sowie durch sonstige Kunstgriffe oder Formen der Täuschung auf. Auch diese Indikatoren sind für sich genommen nicht unbedingt als Marktmanipulation anzusehen. Sie sind aber ebenfalls zu berücksichtigen, wenn Marktteilnehmer oder die zuständigen Behörden Geschäfte oder Handelsaufträge auf marktmanipulatives Verhalten hin prüfen.

Bei einer solchen Prüfung sind zu berücksichtigen:

- a) *die Tatsache, dass von bestimmten Personen erteilte Handelsaufträge oder ausgeführte Geschäfte vorab oder im Nachhinein von der Verbreitung falscher oder irreführender Informationen durch dieselben oder in enger Beziehung zu ihnen stehende Personen begleitet wurden*
- b) *die Tatsache, dass Geschäfte von Personen in Auftrag gegeben bzw. ausgeführt werden, bevor oder nachdem diese Personen oder in enger Beziehung zu ihnen stehende Personen unrichtige oder verzerrte oder nachweislich von materiellen Interessen beeinflusste Anlageempfehlungen erstellt oder weitergegeben haben*

Bei Verdacht auf Marktmissbrauch kommt gem. Art. 16 MMVO eine Pflicht zur Meldung an die BaFin in Betracht.

Die vorgenannten Indikatoren gem. Anlage I der MMVO werden durch Vorgaben der Delegierten Verordnung (EU) 2016/522 Anhang II weiter ausgeformt.

Als Marktmanipulation gelten gem. Art. 12 Abs. 2 MMVO auch folgende Handlungen:

- a) *Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung in Bezug auf das Angebot eines Finanzinstruments oder die Nachfrage danach durch eine Person oder mehrere in Absprache handelnde Personen mit der tatsächlichen oder wahrscheinlichen Folge einer unmittelbaren oder mittelbaren Festsetzung des Kauf- oder Verkaufspreises*

- b) Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten bei Handelsbeginn oder bei Handelsschluss an einem Handelsplatz mit der tatsächlichen oder wahrscheinlichen Folge, dass Anleger, die aufgrund der angezeigten Kurse, einschließlich der Eröffnungs- und Schlusskurse, tätig werden, irreführt werden
- c) die Erteilung von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einen Handelsplatz (einschließlich deren Stornierung oder Änderung bspw. durch algorithmische und Hochfrequenzhandelsstrategien), die z.B. ein künstliches Preisniveau sichert, indem sie bestimmte Folgen mit sich bringt, etwa, dass sie das Funktionieren des Handelssystems stört oder verzögert oder Orderbücher überfrachtet
- d) Ausnutzung eines Zugangs zu den Medien durch Abgabe einer Stellungnahme zu einem Finanzinstrument, wobei zuvor Positionen bei diesem Finanzinstrument eingegangen wurden und anschließend Nutzen aus den Auswirkungen der Stellungnahme auf den Kurs dieses Finanzinstruments gezogen wird, ohne dass der Öffentlichkeit gleichzeitig dieser Interessenskonflikt ordnungsgemäß und wirksam mitgeteilt wird



Unter diese sehr komplexen Tatbestandsalternativen fallen Handlungen, die häufig als Marking the Close, Creation of a floor or ceiling in the Price Pattern, Painting the Tape, Wash Trades, Phishing, Improper matched Orders, Pump and Dump oder Trash and Cash bezeichnet werden, ohne dass es hierfür exakte Definitionen gibt.

6.3 Zulässige Marktpraxis

Die MMVO sieht für spezielle Fälle Ausnahmen der Marktmanipulation vor.



Kann eine Person, die ein Geschäft abschließt, einen Auftrag erteilt oder eine andere Handlung vornimmt, nachweisen, dass dies in Einklang mit einer sog. zulässigen Marktpraxis steht, ist dies trotz Vorliegens der Voraussetzungen von Art. 12 Abs. 1 lit. a) MMVO nicht verboten.



Dafür muss jedoch die zuständige Aufsichtsbehörde zuvor eine solche zulässige Marktpraxis gem. Art. 13 MMVO festgelegt haben. Dabei sind verschiedene Kriterien von der Behörde zu berücksichtigen, z.B., ob die Marktpraxis einen erheblichen Grad an Markttransparenz gewährt, ob die Marktpraxis das Funktionieren der Marktkräfte gewährleistet und sich positiv auf die Markteffizienz und Marktliquidität auswirkt etc.

Bevor eine Aufsichtsbehörde eine zulässige Marktpraxis festlegen will, muss sie die anderen nationalen Aufsichtsbehörden und die ESMA hierüber informieren, die dann verschiedene Möglichkeiten haben, dagegen einzuschreiten. Weitere Einzelheiten sind darüber hinaus in der Delegierten Verordnung (EU) 2016/908 festgelegt.

Selbst wenn eine Aufsichtsbehörde in ihrem Zuständigkeitsbereich, also z. B. die BaFin für Deutschland, eine Marktpraxis als zulässig einstuft, gilt dies in den anderen Staaten nur, wenn die dortigen Behörden die Marktpraxis ihrerseits als zulässig einstufen. Derzeit hat die BaFin noch keine zulässige Marktpraxis festgelegt, sodass noch kein Anwendungsfall bekannt ist.

Emittenten sollten sehr sorgsam mit dem Verbot der Marktmanipulation umgehen und nicht darauf vertrauen, dass ein bestimmtes Tun von einer zulässigen Marktpraxis abgedeckt sei.



Die eigenen Mitarbeiter sollten über das grundsätzliche Verbot aufgeklärt werden, und es sollten im Unternehmen verbindliche Regelungen geschaffen werden, die Marktmanipulation erläutern und untersagen. Dies gilt umso mehr, weil Emittenten ggf. zur Aufdeckung und Mitteilung von Verdachtsfällen von Marktmanipulation und Insiderverboten gem. Art. 16 MMVO verpflichtet sind.

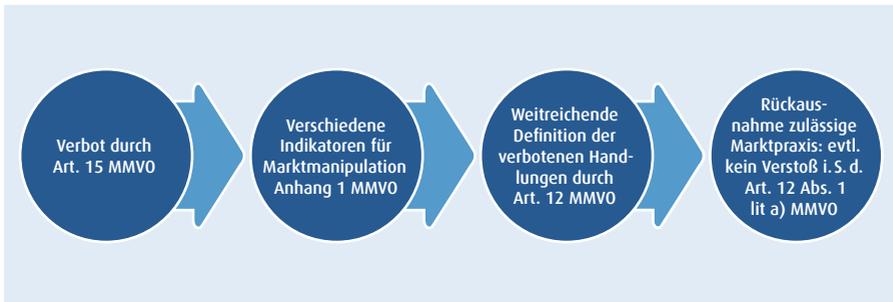


Abbildung 31: Marktmanipulation

6.4 Sanktionen bei Verstoß

Die Sanktionen im Falle eines Verstoßes gegen das Verbot der Marktmanipulation sind im nationalen Recht geregelt. Für Marktmanipulation sind im Vergleich zu anderen Verstößen gegen die MMVO die schärfsten Sanktionen vorgesehen. In Deutschland kommen gem. §§ 38, 39 und 40d WpHG insbesondere folgende Sanktionen in Betracht:



Strafe

- Freiheitsstrafe bis zu 5 Jahren oder
- Geldstrafe
- bei besonders schwerem Fall, d. h. bei gewerbsmäßigem Handeln, Handeln als Mitglied einer Bande oder in Ausübung einer Tätigkeit für eine Finanzaufsichtsbehörde, ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, eine Börse oder einen Betreiber eines Handelsplatzes: Freiheitsstrafe bis zu 10 Jahren



Bußgeld

- bis zu EUR 5 Mio. bei natürlichen Personen, bis zu EUR 15 Mio. bei juristischen Personen oder
- bis zum Dreifachen des aus dem Verstoß gezogenen wirtschaftlichen Vorteils oder
- 15 % des Gesamtumsatzes der juristischen Person (bezogen auf Konzernumsatz)



Naming and Shaming

- Veröffentlichung durch die BaFin auf deren Webseite
- vor Bestands- bzw. Rechtskraft
- unter Angabe von Namen

Abbildung 32: Sanktionen bei Verstoß gegen Verbot der Marktmanipulation

6.5 Verbot der Marktmanipulation in Kürze

- Es ist jede Handlung verboten, die entweder falsche oder irreführende Signale hinsichtlich Angebot oder Nachfrage oder Preis gibt oder bei der dies wahrscheinlich ist oder die ein anormales oder künstliches Kursniveau sichert oder die unter Vorspiegelung falscher Tatsachen oder unter Verwendung sonstiger Kunstgriffe oder Formen der Täuschung den Kurs beeinflusst oder hierzu geeignet ist
- Verboten ist außerdem die Verbreitung von Informationen, die dazu führt, dass die vorstehenden Tatsachen und Wirkungen eintreten; weiterhin ist die Manipulation eines Referenzwertes verboten
- Keine Marktmanipulation gem. Art. 12 Abs. 1 lit. a) MMVO liegt vor, wenn die Handlung im Einklang mit der zulässigen Marktpraxis steht
- Eine zulässige Marktpraxis wird gem. Art. 13 Abs. 2 MMVO durch die zuständige nationale Aufsichtsbehörde festgelegt
- Freiheitsstrafe bis zu 5 Jahren oder
- Geldstrafe bzw.
- bei besonders schwerem Fall, d. h. bei gewerbsmäßigem Handeln, Handeln als Mitglied einer Bande oder in Ausübung einer Tätigkeit für eine Finanzaufsichtsbehörde, ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, eine Börse oder einen Betreiber eines Handelsplatzes: Freiheitsstrafe bis zu 10 Jahren

7. Umsetzung der Marktmissbrauchsverordnung – ein Ländervergleich

Die Marktmissbrauchsverordnung (MMVO) gilt bekanntermaßen in allen EU-Ländern. Aus diesem Grund wird im Folgenden sowohl ein Blick auf das „DACH-Land“ Österreich als auch im Anschluss auf den Vorreiter auf diesem Gebiet, dem Vereinigten Königreich, gewagt. Abschließend wird die Schweiz als weiteres DACH-Land, das nicht zur EU gehört, betrachtet. Auf die folgenden Fragestellungen wird eingegangen:

- 1. Überblick**
- 2. Welche nationalen Rechtsvorschriften setzen die MMVO in Österreich und dem Vereinigten Königreich um?**
- 3. Wer ist zuständige Behörde im Sinne der MMVO?**
- 4. Gibt es eine Durchführungsverordnung oder Stellungnahme der zuständigen Behörde?**
- 5. Welche Befugnisse hat die zuständige Behörde bei Vollziehung der MMVO?**
 - (a) Auskunftsrechte
 - (b) Hausdurchsuchungen
 - (c) Meldepflicht bei Verstößen und Whistleblowing
- 6. Bestehen sonstige Melde- und Mitteilungspflichten in Umsetzung der MMVO, wenn ja, welche?**
- 7. Welche Sanktionen sind bei Verstößen von Verpflichtungen unter MMVO vorgesehen?**
 - (a) Verwaltungsstrafen
 - (b) Strafbarkeit juristischer Personen
 - (c) Naming and Shaming
 - (d) Einziehung erzielter Gewinne
 - (e) Strafrechtliche Sanktionen
- 8. Verfahren**
 - (a) Welche Rechtsmittelmöglichkeiten bestehen?
 - (b) Wie läuft ein (Verwaltungs-)Strafverfahren ab?
- 9. Directors' Dealings**
 - (a) An wen und in welcher Form sind Directors' Dealings zu melden?
 - (b) Welche Veröffentlichungspflichten bestehen?
 - (c) Hat der Gesetzgeber vom Wahlrecht nach Art. 19 Abs. 9 MMVO Gebrauch gemacht?
- 10. Aufschub von Ad-hoc-Meldungen**
 - (a) In welchen Fallkonstellationen kommt ein Aufschub in Betracht?
 - (b) An wen und in welcher Form sind Aufschübe zu melden?
- 11. Informationsweitergabe im Unternehmen und Maßnahmen zur Vermeidung von Insiderinformationsmissbrauch (Emittenten-Compliance)**

Weiterhin wird versucht, Gemeinsamkeiten und Unterschiede zwischen den Herangehens- bzw. Umsetzungsweisen der Länder herauszuarbeiten. Es wird aufgezeigt, welche Marktstandards sich etablieren könnten.

Da in der Schweiz die Regelungsgegenstände der MMVO nicht in einem separaten Regelwerk enthalten sind und daher auch die Thematik nicht identisch umgesetzt wird, weichen wir für die Schweiz von den bekannten Fragen ab und konzentrieren uns auf die Gemeinsamkeiten und Unterschiede.

7.1 Marktmissbrauchsrecht: Umsetzung in Österreich

Wichtige Rechtsgrundlagen

- Börsengesetz (BörseG) 1989; BGBl Nr. 555/1989
- Emittenten-Compliance-Verordnung 2007 (ECV); BGBl II Nr. 213/2007
- Finanzmarktaufsichtsbahrdengesetz (FMABG); BGBl I Nr. 97/2001
- Investmentfondsgesetz 2011 (InvFG); BGBl I Nr. 77/2011
- Pensionskassengesetz (PKG); BGBl Nr. 281/1990
- Strafprozeßordnung 1975 (StPO); BGBl Nr. 631/1975
- Übernahmegezet (ÜbG); BGBl I Nr. 127/1998
- Versicherungsaufsichtsgesetz 2016 (VAG); BGBl I Nr. 34/2015
- Verwaltungsstrafgesetz 1991 (VStG); BGBl Nr. 52/1991
- Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 (WAG); BGBl I Nr. 60/2007

1. Überblick

Die Verpflichtungen der Marktteilnehmer (Insiderrecht, Ad-hoc-Publizität, das Verbot der Marktmanipulation und die Veröffentlichung von Directors' Dealings) ergaben sich bisher aus dem geltenden BörseG und sind nunmehr unmittelbar aufgrund der MMVO verbindlich. Es hat sich in materiell-rechtlicher Hinsicht im Wesentlichen nur eine Verschiebung der Rechtsquellen hin zu unmittelbar anwendbarem EU-Recht – bei gleichzeitiger erheblicher Ausweitung der betroffenen Marktteilnehmer in Bezug auf einzelne Pflichten und wesentlicher Verschärfung der Strafen bei Marktmissbrauchsverstößen – ergeben.



Die zuständigen österreichischen Behörden und Gerichte haben die Bestimmungen bereits vor Inkrafttreten der MMVO im Einklang mit dem EU-Recht, insbesondere der Rechtsprechung des EuGH, ausgelegt.

2. Welche nationalen Rechtsvorschriften setzen die MMVO in Österreich um?

Die Umsetzung der flankierenden nationalen Bestimmungen zur MMVO sowie der Durchführungsrichtlinie (EU) 2015/2392 in Österreich erfolgte durch:



- a) *das Bundesgesetz, mit dem das Börsegesetz 1989 (BörseG), das Wertpapieraufsichtsgesetz 2007, das Investmentfondsgesetz 2011 und das Übernahmegezet geändert werden (BGBl I Nr. 76/2016)*
- b) *die Verordnung der österreichischen Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) zur Änderung der ECV 2007 (BGBl II Nr. 2014/2016)*

3. Wer ist zuständige Behörde im Sinne der MMVO?

Zuständige Behörde ist – vorbehaltlich einer Zuständigkeit der ordentlichen Strafgerichte – die FMA. Im Rahmen der Strafgerichtsbarkeit besteht eine Sonderzuständigkeit im Bereich der Staatsanwaltschaften durch die Zentrale Staatsanwaltschaft zur Verfolgung von Wirtschaftsstrafsachen und

Korruption (§ 20a Abs. 1 Z 6 StPO) und im Bereich der Strafgerichte das Landesgericht für Strafsachen Wien (§ 48p BörseG).

4. Gibt es eine Durchführungsverordnung oder Stellungnahme der zuständigen Behörde?

Abgesehen von der Verordnung der FMA, mit der die ECV 2007 geändert wurde, gibt es keine formelle Stellungnahme der zuständigen Behörde. Der bisher mittels Rundschreiben der FMA veröffentlichte Emittentenleitfaden wurde von der FMA mit Inkrafttreten der MMVO für ungültig erklärt. Allgemeine Informationen zur MMVO finden sich auf der Webseite der FMA unter www.fma.gv.at.

Die formellen Anforderungen an Ad-hoc-Meldungen und Directors' Dealings-Meldungen sind in der Verordnung der FMA über Form, Inhalt und Art der Veröffentlichung und Übermittlung von Ad-hoc-Meldungen und Directors' Dealings-Meldungen sowie über die Verbreitung von vorgeschriebenen Informationen (Veröffentlichungs- und Meldeverordnung – VMV) geregelt.

Für den Bereich der Strafgerichtsbarkeit hat das Bundesministerium für Justiz zu GZ BMJ-5712.518/0005-IV 2/2016 vom 17. August 2016 einen Erlass zur Änderung des BörseG veröffentlicht.¹¹



Die FMA hat den bisher geltenden Emittentenleitfaden mit Inkrafttreten der MMVO zur Gänze für ungültig erklärt.



Die für Emittenten in Österreich geltenden Pflichten ergeben sich daher unmittelbar aus der MMVO sowie den nationalen österreichischen Umsetzungsvorschriften.

5. Welche Befugnisse hat die zuständige Behörde bei Vollziehung der MMVO?

a) Auskunftsrechte sowie Aufsichts- und Ermittlungsbefugnisse

Der FMA sind – unbeschadet weiterer ihr nach anderen Aufsichtsgesetzen zukommenden Befugnisse – für den Vollzug der MMVO folgende Auskunftsrechte und Aufsichts- sowie Ermittlungsbefugnisse eingeräumt worden:



- (i) Zugang zu jedweden Unterlagen und Daten in jeder Form zu haben und das Recht, hiervon Kopien zu erhalten oder anzufertigen
- (ii) das Recht, von jeder Person, auch von solchen, die nacheinander an der Übermittlung von Aufträgen oder an der Ausführung der betreffenden Tätigkeiten beteiligt sind, und deren Auftraggebern Auskünfte zu verlangen oder zu fordern und erforderlichenfalls zum Erhalt von Informationen solche Personen vorzuladen und zu befragen

¹¹ http://www.ris.bka.gv.at/Dokumente/Erlaesse/ERL_07_000_20160817_BMJ_5712_518_0005_IV_2_2016/ERL_07_000_20160817_BMJ_5712_518_0005_IV_2_2016.pdf



- (iii) *das Recht, in Bezug auf Warenderivate Informationen in genormten Formaten von Teilnehmern der entsprechenden Spotmärkte anzufordern, Meldungen über Geschäfte zu erhalten und direkt auf die Systeme der Händler zuzugreifen*
- (iv) *das Recht, an anderen Orten als den privaten Wohnräumen natürlicher Personen Prüfungen und Ermittlungen vor Ort durch eigene Prüfer, durch Personen, die in Amtshilfe für die FMA tätig werden, oder durch sonstige Sachverständige durchzuführen*
- (v) *das Recht, bestehende Aufzeichnungen von Telefongesprächen oder elektronischen Mitteilungen oder Datenverkehrsaufzeichnungen im Besitz von Wertpapierfirmen, Wertpapierdienstleistungsunternehmen, Kreditinstituten oder Finanzinstituten anzufordern*
- (vi) *das Einfrieren oder die Beschlagnahme von Vermögenswerten, sofern dies zur Sicherung des Verfalls erforderlich erscheint*
- (vii) *den Handel mit den betreffenden Finanzinstrumenten auszusetzen*
- (viii) *die vorübergehende Einstellung von Handlungen zu verlangen, die gem. der Auffassung der FMA gegen die MMVO verstoßen*
- (ix) *ein vorübergehendes Verbot der Ausübung der Berufstätigkeit zu verhängen*
- (x) *alle erforderlichen Maßnahmen zu ergreifen, damit die Öffentlichkeit ordnungsgemäß informiert wird, u. a. durch die Richtigstellung falscher oder irreführender offengelegter Informationen, einschließlich der Verpflichtung von Emittenten oder anderen Personen, die falsche oder irreführende Informationen verbreitet haben, eine Berichtigung zu veröffentlichen*

b) Hausdurchsuchungen und Nachrichtenüberwachung

Über gerichtliche Anordnung auf begründeten Antrag der FMA ist die Vornahme von Hausdurchsuchungen sowie Auskunft über Daten einer Nachrichtenübermittlung möglich, wobei diese unter gerichtlicher Kontrolle zu erfolgen haben. Die einschlägigen Bestimmungen der StPO gelten sinngemäß.

Über einen solchen Antrag der FMA entscheidet das Landesgericht für Strafsachen Wien als Einzelrichter mit Beschluss. Gegen den Beschluss steht der FMA, dem Beschuldigten und jeder anderen Person, die durch den Beschluss in ihren subjektiven Rechten betroffen ist, ausschließlich das Rechtsmittel der Beschwerde an das Oberlandesgericht Wien zu. Die Organe des öffentlichen Sicherheitsdienstes haben der FMA über deren Ersuchen zur Sicherung der Durchsuchungen im Rahmen ihres gesetzmäßigen Wirkungsbereichs Hilfe zu leisten; dies umfasst auch die Sicherung von Unterlagen in elektronischer Form.

c) Meldepflicht bei Verstößen und Whistleblowing

Die FMA hat über wirksame Mechanismen zu verfügen, die dazu ermutigen, Verstöße oder den Verdacht eines Verstoßes an die FMA zu melden. § 48i BörseG enthält detaillierte Anforderungen an das Whistleblowing-System der FMA und das dabei einzuhaltende Verfahren.

Arbeitgeber, bei denen es sich um von der FMA beaufsichtigte Unternehmen handelt oder die das

Gewerbe der gewerblichen Vermögensberatung, der Versicherungsvermittlung (Versicherungsagent, Versicherungsmakler und Beratung in Versicherungsangelegenheiten) oder Wertpapiervermittler betreiben, haben über angemessene Verfahren zu verfügen, die es ihren Mitarbeitern unter Wahrung der Vertraulichkeit ihrer Identität ermöglichen, betriebsinterne Verstöße an eine geeignete Stelle zu melden. Gleiches gilt für Rechtsträger, die Wertpapierdienstleistungen oder Nebendienstleistungen erbringen oder Anlagetechniken ausüben oder Datenbereitstellungsdienste erbringen.



Die FMA hat bereits 2014 ein Meldesystem installiert, das bei der Datenschutzbehörde registriert ist. Dieses Meldesystem wird auch bei der Wirtschafts- und Korruptionsstaatsanwaltschaft verwendet und gewährleistet, dass der Hinweisgeber gänzlich anonym bleiben kann.

6. Bestehen sonstige Melde- und Mitteilungspflichten in Umsetzung der MMVO, wenn ja, welche?

Weitere Emittentenpflichten in Bezug auf die Umsetzung der MMVO finden sich abgesetzt von den sonstigen Umsetzungsbestimmungen der MMVO in den §§ 48ff BörseG und unter den allgemeinen Emittentenpflichten in § 82 BörseG:

a) Pflicht zur Compliance-Schulung

Emittenten gem. Art. 18 (7) MMVO sowie alle Kreditinstitute i. S. d. § 1 Abs. 1 BWG, Versicherungs- und Rückversicherungsunternehmen i. S. d. § 1 Abs. 1 Z 1 des VAG und Pensionskassen i. S. d. § 1 Abs. 1 des PKG, jeweils in der geltenden Fassung, haben zur Verhinderung von Insidergeschäften

- (i) ihre Dienstnehmer und sonst für sie tätige Personen über das Verbot des Missbrauchs von Insiderinformationen (Art. 7 MMVO) zu unterrichten,
- (ii) interne Richtlinien für die Informationsweitergabe im Unternehmen zu erlassen und deren Einhaltung zu überwachen und
- (iii) geeignete organisatorische Maßnahmen zur Verhinderung einer missbräuchlichen Verwendung oder Weitergabe von Insiderinformationen zu treffen.



b) Reihenfolge der Information vor Veröffentlichung

Jeder Emittent von Wertpapieren, die zum amtlichen Handel oder geregelten Freiverkehr zugelassen sind, hat die nach Art. 17 (Ad-hoc-Pflicht) und Art. 19 MMVO (Directors' Dealings) zu veröffentlichenden Tatsachen vor der Veröffentlichung der FMA und dem Börseunternehmen mitzuteilen. Die FMA ist ermächtigt, durch Verordnung die Art der Übermittlung zu regeln, wobei im Interesse der raschen Informationsübermittlung unter Berücksichtigung des jeweiligen Standes der Technik bestimmte Kommunikationstechniken vorgeschrieben werden können.



Die Veröffentlichung ist über ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem, das zumindest innerhalb der Europäischen Union verbreitet ist, vorzunehmen. Welche Informationsverbreitungssysteme diese Anforderungen erfüllen, wird durch Verordnung der FMA festgestellt.



Von der Verordnungsermächtigung hat die FMA bis dato noch keinen Gebrauch gemacht. Bis zur Erlassung einer solchen Verordnung gilt vorerst weiterhin die Verordnung der FMA über Form, Inhalt und Art der Veröffentlichung und Übermittlung von Ad-hoc-Meldungen und Directors' Dealings-Meldungen sowie über die Verbreitung von vorgeschriebenen Informationen (Veröffentlichungs- und Meldeverordnung – VMV) in der zuletzt 2008 geänderten Fassung.

Serviceprovider (das sind multimediale Verteiler) wie z. B. euro adhoc dienen als One-Stop-Shop und verbreiten vorgeschriebene Informationen unter Berücksichtigung der vorgeschriebenen Reihenfolge an sämtliche Stellen.

7. Welche Sanktionen sind bei Verstößen von Verpflichtungen unter MMVO vorgesehen?

a) Verwaltungsstrafen



Das österreichische Verwaltungsstrafrecht kennt an sich keine Strafbarkeit juristischer Personen, sondern verhängt verwaltungsstrafrechtliche Sanktionen gegen jene natürlichen Personen als Täter, die für das strafbare Verhalten von Unternehmen einzustehen haben. Verwaltungsstrafsanktionen für Verwaltungsübertretungen durch juristische Personen treffen in diesem Sinne die nach außen vertretungsbefugten Organe, also damit den oder die handelsrechtlichen Geschäftsführer bzw. den oder die Vorstandsmitglieder. Sind mehrere Vorstandsmitglieder oder mehrere Geschäftsführer bestellt, dann ist jeder von ihnen für das jeweilige Delikt strafbar.

Anderes gilt nur dann, wenn wirksam ein verwaltungsstrafrechtlich verantwortlicher Beauftragter bestellt wurde. Dadurch können die einzelnen zur Außenvertretung berufenen Organe von ihrer umfassenden verwaltungsstrafrechtlichen Verantwortung entlastet und die verwaltungsstrafrechtliche Verantwortlichkeit für bestimmte abgegrenzte Bereiche delegiert werden. Für Straftaten, die nach dem Zeitpunkt der wirksamen Bestellung von verantwortlichen Beauftragten gegenüber der FMA begangen wurden, ist dann grundsätzlich der verantwortliche Beauftragte anstelle der vertretungsbefugten Organe zu bestrafen. Die juristische Person haftet aber gem. § 9 VStG für die Zahlung der Geldstrafe und Verfahrenskosten solidarisch.



Tatbestand	Strafrahmen
Tätigen von Insidergeschäften, Abgabe einer Empfehlung zum Tätigen von Insidergeschäften oder Anstiften von Dritten, unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen, Begehung von Marktmanipulation	Geldstrafe bis EUR 5 Mio. oder bis zum Dreifachen des aus dem Verstoß gezogenen Nutzens einschließlich eines vermiedenen Verlustes, soweit sich der Nutzen beziffern lässt

Abbildung 33: Verwaltungsstrafrechtliche Sanktionen I

Für die Strafbarkeit genügt fahrlässiges Handeln; eine vorsätzliche Begehung ist nicht erforderlich. Im Falle der vorsätzlichen Begehung des Tätigen von Insidergeschäften oder von Marktmanipulation ist darüber hinaus auch der Versuch strafbar.



Lediglich Beitrags- und Bestimmungstäterschaft sind nach dem österreichischen Verwaltungsstrafrecht nur bei Vorsatz strafbar (§7 VStG), wobei der Eventualvorsatz, demgemäß es der Täter ernstlich für möglich hält und sich damit abfindet, ausreicht.

Weitere Verwaltungsübertretungen sind:



Tatbestand	Strafrahmen
Nichterfüllung von organisatorischen Anforderungen bzw. Melde-, Unterrichts- oder Mitteilungsverpflichtungen zur Vorbeugung und Aufdeckung von Marktmissbrauch gem. Art. 16 MMVO bzw. Verstoß gegen daran anknüpfende Verpflichtungen gem. technischer Regulierungsstandards	Geldstrafe bis zum Dreifachen des aus dem Verstoß gezogenen Nutzens einschließlich eines vermiedenen Verlustes, soweit sich der Nutzen beziffern lässt, oder Geldstrafe bis zu EUR 1 Mio.
Nichterfüllung der Verpflichtung zur Veröffentlichung von Insiderinformationen gem. Art. 17 MMVO bzw. Verstoß gegen daran anknüpfende Verpflichtungen gem. technischer Regulierungsstandards	Geldstrafe bis zum Dreifachen des aus dem Verstoß gezogenen Nutzens einschließlich eines vermiedenen Verlustes, soweit sich der Nutzen beziffern lässt, oder Geldstrafe bis zu EUR 1 Mio.
Nichterfüllung der Verpflichtung in Bezug auf Insiderlisten gem. Art. 18 MMVO bzw. Verstoß gegen daran anknüpfende Verpflichtungen gem. technischer Regulierungsstandards	Geldstrafe bis zum Dreifachen des aus dem Verstoß gezogenen Nutzens einschließlich eines vermiedenen Verlustes, soweit sich der Nutzen beziffern lässt, oder Geldstrafe bis zu EUR 500.000
Nichterfüllung der Verpflichtung in Bezug auf Eigengeschäfte gem. Art. 19 MMVO bzw. Verstoß gegen daran anknüpfende Verpflichtungen gem. technischer Regulierungsstandards	Geldstrafe bis zum Dreifachen des aus dem Verstoß gezogenen Nutzens einschließlich eines vermiedenen Verlustes, soweit sich der Nutzen beziffern lässt, oder Geldstrafe bis zu EUR 500.000
Anlageempfehlungen oder andere Informationen, durch die, entgegen Art. 20 Abs. 1 MMVO oder der erlassenen technischen Durchführungsstandards, eine Anlagestrategie empfohlen oder vorgeschlagen wird, erstellt oder verbreitet wird	Geldstrafe bis zum Dreifachen des aus dem Verstoß gezogenen Nutzens einschließlich eines vermiedenen Verlustes, soweit sich der Nutzen beziffern lässt, oder Geldstrafe bis zu EUR 500.000

Abbildung 34: Verwaltungsstrafrechtliche Sanktionen II

b) Strafbarkeit juristischer Personen

Entsprechend § 48e BörseG kann die FMA jedoch zusätzlich auch Geldstrafen gegen juristische Personen verhängen, wenn Personen, die entweder allein oder als Teil eines Organs der juristischen Person gehandelt haben und eine Führungsposition innerhalb der juristischen Person aufgrund



- (i) der Befugnis zur Vertretung der juristischen Person,
- (ii) der Befugnis, Entscheidungen im Namen der juristischen Person zu treffen, oder
- (iii) einer Kontrollbefugnis innerhalb der juristischen Person

innehaben, gegen die in den §§ 48c und 48d BörseG angeführten Verbote oder Verpflichtungen verstoßen haben. Ebenso können juristische Personen wegen solcher Verstöße auch verantwortlich gemacht werden, wenn mangelnde Überwachung oder Kontrolle durch eine der genannten Personen in Führungspositionen die Begehung dieser Verstöße durch eine für die juristische Person tätige Person ermöglicht hat.

Die Bestrafung der juristischen Person tritt grundsätzlich kumulativ neben die Strafbarkeit der natürlichen Person.



Die FMA kann jedoch von der Bestrafung eines Verantwortlichen gem. § 9 VStG absehen, wenn für denselben Verstoß bereits eine Verwaltungsstrafe gegen die juristische Person verhängt wurde und keine besonderen Umstände vorliegen, die einem Absehen von der Bestrafung entgegenstehen. Darüber hinaus kann die FMA von der Bestrafung eines Verantwortlichen gem. § 9 VStG oder von der Verhängung einer Geldstrafe gegen eine juristische Person oder von beidem absehen, wenn es sich um einen geringfügigen oder keinen wiederholten oder systematischen Verstoß handelt und keine besonderen Umstände vorliegen, die einem Absehen von der Bestrafung entgegenstehen.



Tatbestand	Strafrahmen
Verstöße gegen Art. 14 und 15 MMVO	Geldstrafe bis zu EUR 15 Mio. oder 15 % des jährlichen Gesamtnettoumsatzes oder bis zum Dreifachen des aus dem Verstoß gezogenen Nutzens einschließlich eines vermiedenen Verlustes, soweit sich der Nutzen beziffern lässt
Verstöße gegen Art. 16 und 17 MMVO	Geldstrafe bis zu EUR 2,5 Mio. oder 2 % des jährlichen Gesamtnettoumsatzes oder bis zum Dreifachen des aus dem Verstoß gezogenen Nutzens einschließlich eines vermiedenen Verlustes, soweit sich der Nutzen beziffern lässt
Verstöße gegen Art. 18 bis 20 MMVO	Geldstrafe bis zu EUR 1 Mio. oder bis zum Dreifachen des aus dem Verstoß gezogenen Nutzens einschließlich eines vermiedenen Verlustes, soweit sich der Nutzen beziffern lässt

Abbildung 35: Strafen juristischer Personen

Der jährliche Gesamtnettoumsatz ist bei Kreditinstituten der Gesamtbetrag aller in Z 1 bis 7 der Anlage 2, Teil 2 § 43 BWG angeführten Erträge abzüglich der dort angeführten Aufwendungen. Handelt es sich bei dem Unternehmen um eine Tochtergesellschaft, ist auf den jährlichen Gesamtnettoumsatz abzustellen, der im vorangegangenen Geschäftsjahr im konsolidierten Abschluss der Muttergesellschaft an der Spitze der Gruppe ausgewiesen ist. Bei sonstigen juristischen Personen ist der jährliche Gesamtumsatz maßgeblich. Soweit die FMA die Grundlagen für den Gesamtumsatz nicht ermitteln oder berechnen kann, hat sie diese zu schätzen. Dabei sind alle Umstände zu berücksichtigen, die für die Schätzung von Bedeutung sind.

c) Naming and Shaming

Die FMA hat jede Entscheidung über die Verhängung einer verwaltungsrechtlichen Sanktion oder verwaltungsrechtlichen Maßnahme in Bezug auf einen Verstoß gegen die MMVO auf ihrer offiziellen Webseite unverzüglich, nachdem die von der Entscheidung betroffene Person darüber informiert wurde, zu veröffentlichen. Dabei sind zumindest Art und Charakter des Verstoßes und die Identität der verantwortlichen Personen bekannt zu machen. Eingebrachte Rechtsbehelfe und ergangene Entscheidungen sind ebenso zu veröffentlichen wie eine vom Betroffenen beantragte Überprüfung der Rechtmäßigkeit der Veröffentlichung. Eine solche Veröffentlichung ist grundsätzlich von der FMA für mindestens fünf Jahre auf ihrer Webseite aufrecht zu erhalten.

d) Einziehung erzielter Gewinne und sonstige Sanktionen

Neben der Verhängung von verwaltungsstrafrechtlichen Sanktionen kann die FMA auch anordnen, dass infolge des Verstoßes erzielte Gewinne oder vermiedene Verluste für verfallen erklärt werden, sofern sich diese beziffern lassen. Lässt sich der Umfang eines erzielten Gewinns oder vermiedenen Verlustes nicht oder nur mit unverhältnismäßigem Aufwand ermitteln oder berechnen, so hat die FMA diesen zu schätzen.

Darüber hinaus kann die FMA eine öffentliche Warnung betreffend die für den Verstoß verantwortliche Person und die Art des Verstoßes abgeben oder den Entzug oder die Aussetzung der Zulassung eines Rechtsträgers als Wertpapierdienstleister aussprechen, wenn andere Maßnahmen Verstöße gegen die MMVO nicht mit hinreichender Wahrscheinlichkeit verhindern können. Ebenso kann die FMA vorübergehende oder, bei wiederholten Verstößen gegen Art. 14 oder 15 MMVO, dauerhafte Verbote der Ausübung von Führungsaufgaben aussprechen oder Eigengeschäfte verbieten.

e) Strafrechtliche Sanktionen durch Strafgerichte

Bisher war der Missbrauch von Insiderinformationen gem. § 48b BörseG a. F. ausschließlich gerichtlich strafbar. Verstöße gegen das Verbot der Marktmanipulation wurden hingegen gem. § 48c BörseG a. F. ausschließlich verwaltungsstrafrechtlich geahndet.

Aufgrund der europarechtlichen Vorgaben, schwerwiegende Verstöße unter strafgerichtliche Sanktion zu stellen, konnte diese Aufgabenverteilung zwischen Justiz (Strafgerichte und Staatsanwaltschaft) und Verwaltungsbehörde (FMA) nicht mehr beibehalten werden; stattdessen hat

der Gesetzgeber festgelegt, dass bei Überschreiten bestimmter Schwellenwerte eine gerichtliche Strafbarkeit besteht. Werden diese Werte nicht erreicht, ist die FMA zur Verhängung von Verwaltungsstrafen zuständig.

Die Abgrenzung ist wie folgt vorzunehmen:



Straftatbestand	Abgrenzungskriterium für gerichtliche Zuständigkeit	Strafrahmen	Verschulden
Insiderhandel	Erwerb, Verkauf, Änderung oder Stornierung eines Handelsauftrages um mehr als EUR 1 Mio.	Freiheitsstrafe von sechs Monaten bis zu fünf Jahren	Primärinsider: Vorsatz Sekundärinsider: Wissentlichkeit in Bezug auf Insiderinformation
Empfehlung	Innerhalb der 5 auf das Bekanntwerden der Insiderinformation folgenden Handelstage: Kursveränderung von mindestens 35 % und Gesamtumsatz von mindestens EUR 10 Mio.	Freiheitsstrafe von sechs Monaten bis zu fünf Jahren	Primärinsider: Vorsatz Sekundärinsider: Wissentlichkeit in Bezug auf Insiderinformation
Unrechtmäßige Offenlegung	Innerhalb der 5 auf das Bekanntwerden der Insiderinformation folgenden Handelstage: Kursveränderung von mindestens 35 % und Gesamtumsatz von mindestens EUR 10 Mio.	Freiheitsstrafe bis zu zwei Jahren	Primärinsider: Vorsatz Sekundärinsider: Wissentlichkeit in Bezug auf Insiderinformation
Marktmanipulation	Erwerb, Verkauf, Änderung oder Stornierung eines Handelsauftrages: um mehr als EUR 1 Mio.	Freiheitsstrafe von sechs Monaten bis zu fünf Jahren	Vorsatz

Abbildung 36: Strafrechtliche Sanktionen durch Strafgerichte

Alle anderen Verstöße fallen in die Verwaltungsstrafzuständigkeit der FMA. Ist die FMA der Ansicht, dass für die Ahndung der Tat das Gericht zuständig ist, so hat sie darüber die Staatsanwaltschaft zu verständigen; zugleich ist ein bereits eingeleitetes verwaltungsbehördliches Strafverfahren vorläufig einzustellen. Ermittlungen zur Klärung des Sachverhalts und Tatverdachts hat die FMA in diesen Fällen nur insoweit durchzuführen, als sie damit durch die Staatsanwaltschaft beauftragt wird.

Wird ein Strafverfahren bei der Staatsanwaltschaft oder bei Gericht geführt, so hat die FMA, sobald sie von diesem Verfahren Kenntnis erlangt, ein wegen derselben Tat geführtes verwaltungsbehördliches Strafverfahren vorläufig einzustellen und erst dann fortzusetzen, wenn das gerichtliche Verfahren rechtskräftig durch eine Entscheidung, die auf der Ablehnung der Zuständigkeit beruht (Unzuständigkeitsentscheidung), beendet wurde. Wird das gerichtliche Verfahren anders als durch Unzuständigkeitsentscheidung rechtskräftig durch Frei- oder Schuldspruch beendet, so hat die FMA ihr Verfahren und den Strafvollzug endgültig einzustellen.



Sanktionen

- Überschreiten bestimmter Schwellenwerte begründet gerichtliche Strafbarkeit
- Freiheitsstrafe von sechs Monaten bis zu fünf Jahren



Bußgeld gegen natürliche Personen

- Adressat: außenvertretungsbefugtes Organ oder verwaltungsstrafrechtlich verantwortlicher Beauftragter
- Geldstrafe bis zu EUR 5 Mio. oder bis zum Dreifachen des aus dem Verstoß gezogenen Nutzens
- juristische Person haftet solidarisch für Geldstrafe und Verfahrenskosten

Bußgeld gegen juristische Personen

- Verstoß gegen §§ 48c oder 48d BörseG
- Geldstrafe bis zu EUR 15 Mio. oder 15% des jährlichen Gesamtnettoumsatzes oder bis zum Dreifachen des aus dem Verstoß gezogenen Nutzens
- Bestrafung tritt neben Strafbarkeit der natürlichen Person



Naming and Shaming

- Veröffentlichung durch FMA für mindestens fünf Jahre
- unter Bekanntgabe der Identität des Betroffenen

Sonstige Sanktionen

- Einziehung erzielter Gewinne oder vermiedener Verluste (Schätzung möglich)
- öffentliche Warnung
- Entzug oder Aussetzung der Zulassung als Wertpapierdienstleister
- vorübergehendes bzw. dauerhaftes Ausübungsverbot für Führungskräfte
- Verbot von Eigengeschäften
- Entzug der Zulassung als Börsenmitglied nach § 14 BörseG

Abbildung 37: Strafrechtliche Sanktionen

8. Verfahren

a) Welche Rechtsmittelmöglichkeiten bestehen?

Gegen Verwaltungsstrafen der FMA besteht das Rechtsmittel der Beschwerde an das Bundesverwaltungsgericht.

b) Wie läuft ein (Verwaltungs-)Strafverfahren ab?

Die FMA hat bei der Ausübung ihrer Befugnisse die Bestimmungen des VStG einzuhalten. Die außenwirksame Einleitung eines Verwaltungsstrafverfahrens erfolgt typischerweise durch Aufforderung zur Rechtfertigung an den Beschuldigten binnen von der FMA festgelegter Frist. Auf Basis der Rechtfertigung des Beschuldigten und der von der FMA angestellten Sachverhaltsermittlungen wird sodann entweder das Verwaltungsstrafverfahren von der FMA eingestellt oder aber eine Verwaltungsstrafe mittels Strafbescheid, der sog. Straferkenntnis, verhängt. Dagegen steht dem Betroffenen das binnen vier Wochen bei der FMA einzubringende Rechtsmittel der Beschwerde an das Bundesverwaltungsgericht offen.

Eine Geldstrafe von bis zu EUR 600 kann von der FMA auch ohne weiteres Verfahren durch Strafverfügung gem. § 47 VStG verhängt werden. Ein ordentliches Ermittlungsverfahren findet in diesem Fall erst nach Einspruch des Beschuldigten gegen die Strafverfügung statt. Es gelten darüber hinaus die allgemeinen Regelungen für Verwaltungsstrafverfahren, mit folgenden Besonderheiten gem. § 22 FMABG: Über Beschwerden gegen Bescheide der FMA entscheidet das Bundesverwaltungsgericht durch Senat, ausgenommen in Verwaltungsstrafsachen bei Bescheiden, in denen weder eine primäre Freiheitsstrafe noch eine EUR 600 übersteigende Geldstrafe verhängt wurde.

Abweichend von § 9 Abs. 2 VStG wird die Bestellung von verantwortlichen Beauftragten für die Einhaltung der Bestimmungen der von der FMA zu vollziehenden Gesetze, die mit Verwaltungsstrafe bedroht sind (darunter fällt insbesondere das BörseG), erst rechtswirksam, nachdem bei der FMA eine schriftliche Mitteilung über die Bestellung samt einem Nachweis der Zustimmung des Bestellten eingereicht wurde. Dies gilt nicht für die Bestellung von verantwortlichen Beauftragten auf Verlangen der Behörde gem. § 9 Abs. 2 VStG. Eine bloß interne Bestellung zum verantwortlichen Beauftragten verhindert daher nicht die Strafbarkeit der vertretungsbefugten Organe.

9. Directors' Dealings

a) An wen und in welcher Form sind Directors' Dealings zu melden?

Directors' Dealings sind von der meldepflichtigen Person an den Emittenten und die FMA zu melden. Die Übermittlung an die FMA hat per E-Mail an marktaufsicht@fma.gv.at zu erfolgen, wobei für die Übermittlung und Veröffentlichung der Meldung die Vorlage der Durchführungsverordnung (EU) 2016/523 zu verwenden ist, die auf der Webseite der FMA als xls-Formular samt Ausfüllanleitung heruntergeladen und elektronisch ausgefüllt werden kann¹².

b) Welche Veröffentlichungspflichten bestehen?

Während bis zum Inkrafttreten der MMVO Meldungen von Directors' Dealings von der FMA zentral veröffentlicht wurden, ist dies seit 3. Juli 2016 nicht mehr der Fall. Die meldepflichtige Person muss die Directors' Dealings-Meldung an den Emittenten und die FMA übermitteln. Im Anschluss veröffentlicht der Emittent die Meldung gem. Art. 19 Abs. 3 MMVO.

¹² Abrufbar unter <https://www.fma.gv.at/kapitalmaerkte/directors-dealings/>

c) Hat der Gesetzgeber vom Wahlrecht nach Art. 19 Abs. 9 MMVO Gebrauch gemacht?

Der Gesetzgeber hat diesbezüglich eine Verordnungskompetenz der FMA vorgesehen: Die FMA ist ermächtigt, mit Verordnung den Schwellenwert für Directors' Dealings auf Basis der Ermächtigung in Art. 19 Abs. 9 MMVO auf EUR 20.000 anzuheben, wenn dies der Verwaltungsvereinfachung dient und für das Informationsbedürfnis der Anleger zweckmäßig ist. Von dieser Schwellenwert-erhöhung hat die FMA bis dato noch keinen Gebrauch gemacht. Ein diesbezüglicher zur Begutachtung versandter Verordnungsentwurf wurde noch nicht verabschiedet.

10. Aufschub von Ad-hoc-Meldungen**a) In welchen Fallkonstellationen kommt ein Aufschub in Betracht?**

In materiell-rechtlicher Hinsicht enthalten die nationalen Umsetzungsbestimmungen diesbezüglich keine Regelungen, und es gibt hierzu seit der Aufhebung des Emittentenleitfadens zum 3. Juli 2016 auch keine gesonderte Guidance der FMA. Es gelten damit unmittelbar die Bestimmungen des Art. 17 Abs. 4 MMVO.

b) An wen und in welcher Form sind Aufschübe zu melden?

Eine Vorab-Meldung an die FMA durch Emittenten ist nicht mehr erforderlich, ausgenommen bei Kredit- und Finanzinstituten. Hier erfolgt die Zustimmung gem. Art. 17 Abs. 5 MMVO. Jedoch hat bei Aufschub der Veröffentlichung von Insiderinformationen gem. Art. 17 Abs. 4 MMVO der Emittent die FMA unmittelbar nach Offenlegung der Insiderinformation über den Aufschub per E-Mail an *markt-aufsicht@fma.gv.at* zu informieren und der FMA auf Verlangen schriftlich zu erläutern, inwieweit die Voraussetzungen für einen Aufschub erfüllt wurden.



Die Frage, ob ein verständiger Anleger eine Information wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung genutzt hätte und eine solche Information dadurch zur erheblichen Kursbeeinflussung geeignet gewesen wäre, ist nach der österreichischen Rechtsprechung eine Rechtsfrage und daher einem Sachverständigenbeweis nicht zugänglich.

Liegen daher die Voraussetzungen für einen Aufschub nicht eindeutig vor, sollte im Zweifel jedenfalls eine Ad-hoc-Meldung erfolgen.

11. Informationsweitergabe im Unternehmen und Maßnahmen zur Vermeidung von Insiderinformationsmissbrauch (Emittenten-Compliance)

Die Verordnung der FMA über Grundsätze für die Informationsweitergabe im Unternehmen sowie betreffend organisatorische Maßnahmen zur Vermeidung von Insiderinformationsmissbrauch für Emittenten (ECV 2007) gilt für Emittenten, deren Aktien oder aktienähnliche Wertpapiere



- (i) zum Handel an einem geregelten Markt im Inland zugelassen sind oder für die ein Zulassungsantrag gestellt wurde,
- (ii) in den Handel an einem multilateralen Handelssystem im Inland durch einen Antrag des Emittenten einbezogen werden sollen, oder¹³
- (iii) die aufgrund eines solchen Antrags in den Handel einbezogen sind.

a) Compliance-relevante Informationen und Einrichtung von Vertraulichkeitsbereichen

Während die ECV 2007 betreffend „Insiderinformation“ auf die Begriffsbestimmung der MMVO abstellt, sind compliance-relevante Informationen neben Insiderinformationen auch sonstige Informationen, die vertraulich und kurssensibel sind.



Jeder Emittent hat die in seinem Unternehmen bestehenden ständigen Vertraulichkeitsbereiche nach den in der ECV 2007 festgelegten Kriterien zu ermitteln und in einer Compliance-Richtlinie festzuhalten. Zu den Vertraulichkeitsbereichen gehören insbesondere Aufsichtsrat, Geschäftsleitung, Zentralbetriebsrat sowie die für Controlling, Finanzen, Rechnungswesen und Kommunikation zuständigen Unternehmensbereiche. Änderungen in der strukturellen Zusammensetzung der ständigen Vertraulichkeitsbereiche sind den Mitgliedern der Geschäftsleitung und den Arbeitnehmern des Emittenten in geeigneter Weise zur Kenntnis zu bringen. Ferner sind vorübergehende (projektbezogene) Vertraulichkeitsbereiche auf geeignete Weise einzurichten sowie Beginn, Ende und Bezeichnung des Vertraulichkeitsbereichs und die darin ausgeübte Tätigkeit schriftlich festzuhalten und dem Compliance-Verantwortlichen zur Kenntnis zu bringen.

Vertraulichkeitsbereiche sind von anderen Unternehmensbereichen durch geeignete organisatorische Maßnahmen zur Verhinderung einer missbräuchlichen Verwendung oder Weitergabe von compliance-relevanten Informationen abzugrenzen. Als geeignete organisatorische Maßnahmen sind insbesondere ein Versperren von Behältern und Schränken, eine räumliche Trennung, Zutrittsbeschränkungen, personelle Unvereinbarkeitsbestimmungen oder EDV-Zugriffsbeschränkungen anzusehen.

b) Führung von Insiderlisten

Der Emittent hat sicherzustellen, dass der Compliance-Verantwortliche ein Verzeichnis, die vielfach benannte Insiderliste, führt, regelmäßig aktualisiert und auf Anfrage der FMA unverzüglich an diese übermittelt.



Die FMA stellt zu diesem Zweck auf ihrer Webseite Formatvorlagen für die Insiderliste gem. der Durchführungsverordnung (EU) 2016/347 als xls-Dateien zum Download zur Verfügung.¹⁴

¹³ Abrufbar unter <https://www.fma.gv.at/querschnittsthemen/wohlverhaltensregeln-und-compliance/>

¹⁴ Abrufbar unter <https://www.fma.gv.at/querschnittsthemen/wohlverhaltensregeln-und-compliance/>

c) Compliance-Richtlinie und Compliance-Verantwortlicher

Jeder Emittent ist verpflichtet, in seinem Unternehmen eine interne Compliance-Richtlinie zu erlassen und diese den Mitgliedern des Aufsichtsrates, den Mitgliedern der Geschäftsleitung, den Arbeitnehmern und den sonst für den Emittenten tätigen Personen nach § 3 Z 4 zweiter Satz ECV 2007 zur Kenntnis zu bringen. Die bisher bestehende Anzeigepflicht an die FMA entfällt.

Eine solche Compliance-Richtlinie hat insbesondere zu enthalten:

- (i) *die im Unternehmen des Emittenten bestehenden ständigen Vertraulichkeitsbereiche*
- (ii) *die Umsetzung der Pflichten zum Umgang mit compliance-relevanten Informationen im Unternehmen des Emittenten*
- (iii) *die bei der Weitergabe von compliance-relevanten Informationen zu beachtenden Vorschriften*
- (iv) *die Länge der Sperrfristen vor der Veröffentlichung des Jahresfinanzberichts oder eines Zwischenberichts sowie die Handelsverbote*
- (v) *die Übermittlung von Meldungen über Eigengeschäfte von Führungskräften*
- (vi) *einen Hinweis auf die vom Compliance-Verantwortlichen geführte Insiderliste einschließlich der darin enthaltenen Angaben*
- (vii) *Befugnisse und Aufgabenbereich des Compliance-Verantwortlichen sowie dessen Stellung im Unternehmen*
- (viii) *mögliche zivilrechtliche oder dienstrechtliche Konsequenzen im Falle von Verstößen gegen die Compliance-Richtlinie*



Die Geschäftsleitung des Emittenten ist für die Umsetzung und Einhaltung der ECV 2007 verantwortlich. Sofern es die Größe und die Struktur des Unternehmens erfordern, hat die Geschäftsleitung einen eigenen Compliance-Verantwortlichen zu bestellen, der in dieser Funktion der Geschäftsleitung direkt untersteht, und dessen Tätigkeitsbereich festzulegen.

Der Compliance-Verantwortliche hat insbesondere die Einhaltung der Compliance laufend zu prüfen und einen Jahrestätigkeitsbericht zu erstellen. Der Emittent hat sicherzustellen, dass der Jahrestätigkeitsbericht innerhalb von fünf Monaten nach Ablauf des Geschäftsjahres dem Aufsichtsrat vorgelegt und an die FMA in geeigneter Weise übermittelt wird.



In Österreich ist gem. ECV 2007 die unternehmensinterne Compliance dem eigentlichen Umgang mit Insiderinformationen vorgelagert und verpflichtend geregelt.



Für den Nachweis mangelnden Verschuldens im Fall von Verstößen stellt die ständige Rechtsprechung in Österreich hohe Anforderungen. Diese knüpft die Erfolgsaussichten einer derartigen Rechtfertigung an das Vorliegen eines „wirksamen Kontrollsystems“. Die Erteilung von Anweisungen, Schulungen etc. ist im Regelfall dafür nicht ausreichend, sondern es muss darüber hinaus eine wirksame Kontrolle – auch in Bezug auf weisungswidriges, eigenmächtiges Handeln – dargelegt werden können; d. h. Anordnungen müssen tatsächlich kontrolliert und befolgt werden. Angesichts der drohenden sehr hohen Verwaltungsstrafen auch im Fall von Fahrlässigkeit ist daher die Einrichtung eines derartigen Compliance-Systems unerlässlich und sehr ernst zu nehmen. Im Zweifel sollte jedenfalls ein Compliance-Verantwortlicher bestellt werden.

d) Sperrfristen und Handelsverbote

Der Emittent hat angemessene Zeiträume und damit Sperrfristen festzulegen, innerhalb derer Personen aus Vertraulichkeitsbereichen keine Orders in Finanzinstrumenten des Emittenten erteilen dürfen. Hierbei gelten die Vorgaben gem. Art. 19 Abs. 11 MMVO jedenfalls als angemessen. Weitere Sperrfristen kann der Compliance-Verantwortliche in Abstimmung mit der Geschäftsleitung des Emittenten festlegen, wobei diese Sperrfristen das Handelsverbot auch auf einen eingeschränkten Kreis von Personen aus Vertraulichkeitsbereichen oder auf einzelne Vertraulichkeitsbereiche einschränken können. Der Tag des Beginns sowie die konkrete Dauer einer Sperrfrist – sofern eine solche bereits feststeht – sind den betreffenden Personen aus Vertraulichkeitsbereichen in geeigneter Weise und nachweislich zur Kenntnis zu bringen.

Ausnahmen vom Handelsverbot während einer Sperrfrist kann der Compliance-Verantwortliche einzelnen Personen eines Vertraulichkeitsbereichs in sinngemäßer Anwendung der maßgeblichen Voraussetzungen des unionsrechtlichen Marktmissbrauchsrechts gem. Art. 19 Abs. 12 MMVO und Art. 7, 8 und 9 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/522 gestatten.

Alle Anträge, die sich auf beabsichtigte Geschäfte mit börselisteten Finanzinstrumenten des Emittenten innerhalb von Sperrfristen beziehen, sind vom Compliance-Verantwortlichen zu dokumentieren.

7.2 Marktmissbrauchsrecht: Umsetzung im Vereinigten Königreich (UK)

Wichtige Rechtsgrundlagen:

- Financial Services and Markets Act 2000 (Market Abuse) Regulations 2016
- Financial Services and Markets Act 2000
- Financial Services Act 2012
- Market Conduct Sourcebook des FCA Handbook
- Disclosure Guidance and Transparency Rules des FCA Handbook

1. Überblick

Die Bekämpfung von Marktmissbrauch und die generelle Eliminierung der Finanzkriminalität sind feste Prioritäten der UK-Aufsichtsbehörden. Allerdings ist die britische Umsetzung der MMVO nur ein Bestandteil, um Verhaltensstandards im Finanzmarkt und bei regulierten und nicht-regulierten Marktteilnehmern zu verbessern. Bessere Marktstandards werden zum einen von besseren Regularien der Aufsicht und des Gesetzgebers vorangetrieben und zum anderen durch einen verstärkten Fokus auf die Etablierung einer Compliance Culture und einer „Outcomes based regulation“, anstatt nur Regeln im „Tick the Box“-Format zu befolgen.

Die Bekämpfung von Marktmissbrauch und Wirtschaftskriminalität wird durch Regularien, die Verbesserung von Verhaltensstandards und durch die Bewachung des Markts und der Marktteilnehmer vorangetrieben. Falls notwendig, werden Sanktionen vorgenommen. Das UK-Regelwerk greift hier sowohl bei nicht-regulierten Marktteilnehmern und nichtfinanziellen Gegenparteien (sog. NFGs) als auch bei natürlichen Personen, auch wenn diese sich außerhalb des UK befinden. Das UK-Marktmissbrauchsrecht existierte bereits vor den EU-Bemühungen, hier ein einheitliches Regelwerk zu schaffen. Dementsprechend wird in diesem Abschnitt eher auf die UK-Besonderheiten eingegangen.

Das Resultat des BREXIT-Votums vom 23. Juni 2016 wird die bestehende Rechtslage und die aufsichtsrechtlichen Prioritäten eher unverändert lassen. Im Vergleich zum Rest der EU lässt sich das bestehende britische Regelwerk in Sachen Wirtschaftskriminalitätsbekämpfung und bezüglich der Befugnisse der Aufseher als strenger einstufen.



Wichtig ist zu wissen, dass das UK und Dänemark ein sog. Opt-out zur Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (CSMAD) haben.

Demzufolge greift nach wie vor das seit ca. 1993 bestehende strafrechtliche Regelwerk des UK, um die Wirtschaftskriminalität und insbesondere den Insiderhandel und die Marktmanipulation zu bekämpfen¹⁵.

¹⁵ Die Umsetzung der Regeln, die spezifisch für Benchmarks und Dienstleister von Benchmarks gelten, werden in den nachstehenden Abschnitten nicht besprochen, da sie nicht Bestandteil des hier behandelten Themas ist.

Kapitel 2 befasst sich primär mit der britischen Umsetzung der MMVO aus Emittenten- und NFG-Perspektive. Die Aufsichtsbehörde Financial Conduct Authority (FCA) wird in Kapitel 3 näher beleuchtet.

2. Welche nationalen Rechtsvorschriften setzen die MMVO im Vereinigten Königreich um?

Wie in anderen EU-Ländern ist es wichtig zu beachten, dass das britische Marktmissbrauchsrecht unabhängig von der MMVO für alle Personen gilt. Sowohl Unternehmen als auch natürliche Personen, egal ob sie eine Zulassung für reguliertes Marktgeschäft besitzen oder nicht, sind einbezogen und unterliegen den Anforderungen des Marktmissbrauchsrechts.

Dieser Geltungsbereich gilt für gesetzeswidriges Verhalten, das



- a) *innerhalb des Vereinigten Königreichs stattfindet oder*
- b) *im Zusammenhang mit Finanzinstrumenten steht, die*
 - *an einem UK-Handelsplatz gehandelt werden oder*
 - *für die eine Handelserlaubnis gestellt worden ist.*



Die Tatsache, dass das gesetzeswidrige Verhalten außerhalb des UK stattfand, bietet keinen Schutz.



Dementsprechend kann es passieren, dass bspw. die Megabank PLC gleich mehreren Finanzaufsichtsbehörden unterliegt. Dies kommt dadurch zustande, dass das Unternehmen in seiner Frankfurter Zweigniederlassung in japanischen Anleihen von einem Emittenten mit Wertpapieren handelt, die in London und in Düsseldorf zum Handel zugelassen sind. Im Falle von gesetzeswidrigem Verhalten würde sowohl die britische als auch die deutsche Finanzaufsicht wegen MMVO-Verstoßes und möglicherweise auch separat dazu die japanische Untersuchungen einleiten.

Das Gleiche wäre auch der Fall, wenn es sich um eine im UK ansässige NFG oder sonstige nicht-regulierte Person handeln würde. Seit der Finanzkrise können die FCA und die UK-Gerichte eine Anzahl an Ermittlungen und Prozessen vorweisen. In vielerlei Hinsicht bietet dies anderen Marktteilnehmern weitere quasi Empfehlungen und Leitlinien, was zulässiges Verhalten ist und inwieweit die extraterritoriale Anwendung des UK-Marktmissbrauchsrechts reicht. Des Weiteren können Marktteilnehmer anhand von verordneten Bußgeldern und Sanktionen ihre mögliche Risikohaftung einschätzen.



Als markantes Beispiel gilt immer noch die im Jahr 2006 erlassene Final Notice, eine Art aufsichtsrechtliches Urteil der Aufsichtsbehörde, gegen den ehemaligen Managing Director des Hedgefonds-Unternehmens GLG Partners, Philippe Jabre. Er wurde aufgrund von Leerverkäufen von Aktien an der Börse Tokio wegen Marktmanipulation und möglichem Insiderhandel zu einer hohen Geldstrafe verurteilt.

Das bestehende Regelwerk aus Gesetzestexten und Regularien der Aufsicht wurde durch gezielte Änderungen implementiert. In den meisten Fällen führte dies zu Löschungen von bestehenden Textpassagen und zu Querverweisen auf die jeweilige Verpflichtung, die in der MMVO aufgeführt wird. Änderungen wurden in verschiedenen UK-Gesetzestexten und im finanzaufsichtsrechtlichen Regelwerk der FCA umgesetzt.

Diese wurden umgesetzt im:

- a) gesetzlichen Regelwerk der Financial Services and Markets Act 2000 (Market Abuse) Regulations 2016
- b) Regelwerk der FCA

ad a) Dieses Gesetz änderte primärrechtliche und sekundärrechtliche UK-Gesetzestexte, die im Wesentlichen als Bausteine der UK-Finanzmarktaufsicht dienen (Verhaltensregeln und Compliance-Verpflichtungen von Emittenten):

- (i) Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA) – der quasi als Hauptinstrument der UK-Finanzmarktregulierung dient und seit seiner Implementierung auch die britischen Marktmissbrauchsrechtregularien einführt, bevor diese 2005 mit der Einführung der Richtlinie 2003/6/EC (Marktmissbrauchsrichtlinie) im UK abgeändert worden ist. Diese Abänderung in 2005 erlaubte es dem Gesetzgeber, der damaligen FSA, verschiedene „super equivalent“-Bestimmungen der FSMA beizubehalten. Diese Bestimmungen sind nun mit der Umsetzung der MMVO erloschen. Die Einführung des MMVO-Regelwerks in das UK-Regime ersetzt u. a. Part VIII (Penalties for Market Abuse) von der FSMA.
- (ii) Financial Services Act 2012 (FS Act 2012), welcher, u. a. als Änderungsgesetz, die FSMA mit verschiedenen Neuigkeiten der Rollenverteilung der britischen Aufsichtsbehörden anpasste und den UK-Aufsehern neue Befugnisse zuteilte. Darüber hinaus wurden auch in seinem Part 7 (Offences relating to Financial Services)¹⁶ neue Verbote für sog. misleading statements und misleading impressions eingefügt, die zuvor in Section 397 der FSMA mit ähnlichen Verboten behandelt wurden.

ad b) Dieses Regelwerk wird auch als FCA Handbook¹⁷ präsentiert und bietet Nutzern (u. a. auch Emittenten und NFGs) die gesammelten Regularien der FCA in einem benutzerfreundlichen Format. Der für die MMVO relevante Teil des FCA Handbook ist das „Market Conduct Sourcebook“¹⁸. Dieses Sourcebook wird als MAR abgekürzt. Anders als die englische

¹⁶ Siehe <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2012/21/part/7/enacted>

¹⁷ Das FCA Handbook, wie zuvor das FSA Handbook, beinhaltet auch eine Funktionalität, um die FCA/FSA-Regeln zu einem gewissen vergangenen oder zukünftigen Zeitpunkt zu betrachten (auch umgs. „Time Travel“ genannt). Somit können Nutzer schnell Änderungen und deren Auswirkungen erkennen. Weitere Diskussionen zu dem FCA Handbook und dem „Time Travel Tool“ sind dem folgenden Artikel zu entnehmen: http://www.allenoverly.com/SiteCollectionDocuments/Huertas_2016_JIBLR_Issue_1.pdf

¹⁸ Siehe aktuelle Fassung auf der Webseite des FCA Handbook, abrufbar unter <https://www.handbook.fca.org.uk/>

Abkürzung von MMVO (MAR) ist mit dieser Bezeichnung das FCA Market Conduct Sourcebook gemeint.

Die MMVO-relevanten Änderungen¹⁹, primär Löschungen²⁰ von bestehenden Textpassagen, lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- (i) In Kapitel 9 der sog. Listing Rules (auch als Model Code bezeichnet) werden umfassende Teile durch die MMVO ersetzt. Diese Regeln beinhalten wichtige Leitlinien, um Prozesse zu gestalten. So wird der Umgang von Persons discharging managerial responsibilities (PDMRs)²¹, sog. Personen mit Führungsverantwortung, im Zusammenhang mit zulässigen Managers' Transactions abgedeckt.
- (ii) Die Umsetzung der MMVO wandelte die Leitlinien des „Code of Market Conduct“ in den Hauptteil von MAR 1 um.
- (iii) Die Kapitel 2 und 3 der „Disclosure and Transparency Rules“ wurden in „Disclosure Guidance and Transparency Rules“ (DTRs)²² abgeändert. Diese Regeln gelten für alle Personen, die dem Marktmissbrauchsrechtsregelwerk der FCA unterliegen, also NFGs, Emittenten, PDMRs und Connected persons, sog. verbundene Personen²³.

Für das UK gilt, dass beaufsichtigte Personen zusätzlichen flächendeckenden Regularien unterliegen, aber auch an ein generelles Regelwerk an flächendeckenden regulatorischen „Principles“ gebunden sind. Im Unterschied zu Regularien sind im UK die sog. regulatorischen Principles allumfassend.



Das Regelwerk „Principles for Business“²⁴ beinhaltet u. a. im Abschnitt „Principle 5“ folgende Vorgabe: „A firm must observe proper standards of market conduct“. Diese sehr weitreichenden regulatorischen „catch-all“-Prinzipien bieten der Aufsicht einen großen Handlungsspielraum, um gegen gesetzeswidriges Verhalten vorzugehen.

¹⁹ Siehe auch hierzu das Policy Statement der FCA (PS16/13) zur Implementierung der MMVO in das FCA Handbook: <https://www.fca.org.uk/publications/policy-statements/ps16-13-implementation-market-abuse-regulation> Appendix 1 des Policy Statements bietet dem Leser ein Deltaview der vorgenommenen Änderungen. Marktteilnehmer sollen aber dennoch in allen Fällen immer die aktuelle Fassung des FCA Handbook online abrufen, da dieses Appendix 1 nur als Informationstool dient und nicht aktualisiert wird.

²⁰ Diese Löschungen werden in den Regeln des MAR Sourcebook jeweils mit „[deleted]“ angemerkt.

²¹ Im Sinne des FCA Handbook und der FSMA sind PDMRs nun jene Personen, die in Art. 3(1)(25) der MMVO aufgezählt werden.

²² Siehe <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/DTR.pdf> oder aktuelle Fassung auf der Webseite des FCA Handbook, abrufbar unter <https://www.handbook.fca.org.uk/>

²³ Gemeint sind jene Personen, die als „person closely associated“ in Art. 3(1)(26) MMVO definiert werden.

²⁴ Siehe <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/PRIN/2/1.html>



Herr Jabres Verhalten verletzte nicht nur das zivilrechtliche Regime, sondern auch Principle 5. Herr Jabre musste ein Bußgeld i.H.v. GBP 750.000 zahlen. GLG wurde ebenfalls zu einem Bußgeld i.H.v. GBP 750.000 verurteilt.

Separat zu den o. g. zivilrechtlichen Regularien ist Marktmissbrauch, im Sinne von „Criminal Insider Dealing“, als kriminelle Handlung einzustufen und dementsprechend gem. Part V des Criminal Justice Act 1993 eine Straftat. Dasselbe gilt auch für die kriminelle Handlung von „Criminal Market Manipulation“, welche eine Straftat nach Sections 89-91 des FS Act 2012 darstellt. Trotz der Umsetzung der MMVO bleibt das zivilrechtliche Regime des Marktmissbrauchsrechts im UK im Vergleich zum strafrechtlichen Regelwerk umfassender. Die FCA kann weiterhin von beiden Rechtsregimen Gebrauch machen.



Die FCA verfolgt, wie auch der Vorgänger FSA, weiterhin die Strategie, starke Sanktionen inkl. strafrechtlicher Maßnahmen gegen Unternehmen und Personen vorzunehmen, die dem Marktmissbrauchsrecht unterliegen. So soll eine nachhaltige Abschreckungsstrategie gegen Marktmissbrauch etabliert werden.

Relevante Rechtsprechungen wie die Jabre-Entscheidung, die vor der MMVO getroffen worden sind, werden trotz der Änderungen vorerst weiterhin relevant sein. Dies gilt insbesondere für Entscheidungen, die durch das Administrative Gericht des „Upper Tribunal“ getroffen worden sind, denn das „Upper Tribunal“ dient auch als Berufungsgericht für FCA-Vollstreckungsentscheidungen. Dort werden zivilrechtliche Sanktionsfragen zum Marktmissbrauchsrecht entschieden. Dementsprechend dient das „Upper Tribunal“, zusammen mit den anderen strafrechtlichen Gerichten, als wichtige Rechtsquelle rund um das Thema Marktmissbrauch und Wirtschaftskriminalität.



Wie in Deutschland, Österreich und in der Schweiz sind Börsen und sonstige Handelsplätze damit beauftragt, Märkte dauernd zu überwachen, um Unregelmäßigkeiten und insbesondere Marktmissbräuche identifizieren und melden zu können.

Die Anforderungen des UK-Marktmissbrauchsrechts werden auch in verschiedenen Regularien der Handelsplätze, die quasi als front line-Überwacher der Aufsicht agieren, durch spezifische Verhaltensanweisungen geregelt. Für Marktteilnehmer sind diese verbindlich, auch wenn sie nicht mit den Vorgaben von MAR übereinstimmen. Dadurch können weitere Compliance-Pflichten entstehen, wie bspw. Regularien des UK Takeover Code.²⁵

²⁵ Die Richtlinie 2004/25/EC (sog. Takeovers Directive) wurde im UK am 20. Mai 2006 erstmals umgesetzt und im Anschluss mit der Neuerung des Unternehmensrechts am 6. April 2007 als Part 28 im Companies Act 2006 fest verankert. Das Takeover Panel und der Takeover Code stellen die gesetzliche Grundlage und Gesetzeskraft dar.



Im Gegensatz zu Deutschland werden die Regelwerke der Handelsplätze nicht formell von der Aufsichtsbehörde bewilligt. Vielmehr müssen die Börsen, Handelsplätze und insbesondere jene, die als Recognised Investment Exchanges oder als Recognised Auction Platform i. S. d. FSMA gelten, die detaillierteren gesetzlichen Vorgaben des FCA Handbook dauernd erfüllen.

Die MMVO-Umsetzung im UK sollte auch im Zusammenhang mit einer Reihe von zukünftigen quasi-legislativen Verhaltensregeln wie die des „UK Sterling Code“ gelesen werden. Dieser Code verlangt, dass zusätzliche Verhaltensstandards im Repo- und Wertpapierleihmarkt sowie im Geld- und Fixed Income-Markt auch von deren Marktteilnehmern, darunter auch NFGs, beachtet werden. Im Aufbau hat dieser Code ähnliche generelle Principles und ähnliche Regeln wie die MAR. Jedoch passen diese nicht immer analog zueinander.

Was hat sich nun konkret verändert? Perspektive für die, die nicht dem UK angehören

Die MMVO-getriebenen Änderungen haben konkrete Auswirkungen mit sich gebracht. Diese werden nicht im Hauptteil dieses Guides besprochen. Die MMVO-Umsetzung hat im UK:

- a) *eine Ausweitung des Begriffs und der Anwendung von Marktmissbrauch im zivilrechtlichen und strafrechtlichen Bereich geschaffen, indem es neue Handelsplätze und Finanzinstrumente abdeckt und viele sog. „Safe Harbours“ eliminiert,*
- b) *einen neuen eigenständigen Straftatbestand des „attempted market manipulation“ geschaffen,*
- c) *eine Meldepflicht für jeglichen Aufschub im Falle einer Insiderinformation eingeführt (die meldepflichtige Person muss den Aufschub begründen können – Dokumentation!)*
- d) *eine Aktualisierungspflicht der Liste für Warnhinweise, Entscheidungsmeldungen und Überwachungshinweise eingeführt,*
- e) *eine Anpassung des Sanktionsumfangs geschaffen,*
- f) *eine verbesserte Handhabe bei Verstößen gegen die MMVO gebracht und*
- g) *umfangreiche Änderungen der Penalties for Market Abuse der FSMA durchgeführt. Die Befugnisse der FCA wurden umfangreich erweitert.*



3. Wer ist die zuständige Behörde im Sinne der MMVO im UK?

Die Umsetzung der MMVO wird durch die finanzaufsichtsrechtliche Behörde, die Financial Conduct Authority (FCA) geleitet und ist nun primär für die Beaufsichtigung zuständig. Regularien der Prudential Regulation Authority (PRA) werden hier nicht analysiert, da die PRA für die Eigenkapitalregulierung und die sonstige prudentielle Regulierung von Banken, Versicherern und Brokern zuständig ist. Dennoch ist anzumerken, dass es durchaus Gemeinsamkeiten zwischen den FCA- und PRA-Regeln gibt, insbesondere zwischen Teilen des FCA Handbook und den Verhaltensregeln des PRA Rulebook. Dementsprechend müssen bestimmte Marktteilnehmer beide Regelwerke der Aufsichtsbehörden in Erwägung ziehen.

Die FCA wurde als „Lead Agency“ identifiziert, um die MMVO-nötigen Gesetzesänderungen umzusetzen. Dieser Status der FCA gilt auch für die Umsetzung jeder direkten anwendbaren EU-Verordnung unter der MMVO.

Die aufsichtsrechtliche Praxis der FCA wird oft von anderen zuständigen Behörden innerhalb der EU als Leitmodell oder als Vergleich herangezogen. In 2012 wurde die Vorgängerbehörde, die Financial Services Authority (FSA), zweigeteilt. Der eine Teil, als direkter Nachfolger, wurde die FCA. Der andere Teil wurde zur PRA und ist Bestandteil der Bank of England. Das Regelwerk der Aufsichtsbehörde, u. a. auch die Marktmissbrauchsvorschriften und die FSA-Aufgaben als UK Listing Authority sowie die Kotierungsbehörde gingen in die FCA über.



Als direkter Nachfolger und eigenständige, privatrechtliche Organisation führt die FCA, im Gegensatz zur PRA und im Vergleich zur BaFin in Deutschland, eine deutlich unabhängigere Kultur mit schlankeren Verwaltungsabläufen.

Die FCA arbeitet eng mit allen nationalen und internationalen Aufsehern sowie mit Strafverfolgungsbehörden (inkl. der National Crime Agency und der City of London Police) zusammen, um Marktmissbrauch und Finanzkriminalität zu bekämpfen.

Trainings und Briefings für Finanzdienstleister, die Industrie, Dachverbände oder NFGs sollen den Aufsichtsansatz komplementieren, um Marktmissbrauch und Wirtschaftskriminalität zu bekämpfen.

4. Gibt es eine Durchführungsverordnung oder Stellungnahme der zuständigen Behörde?

Wie ihr Vorgänger publiziert die FCA regelmäßige Informationen zum Thema Marktmissbrauch, Finanzkriminalität, Stand der Umsetzung der MMVO im UK usw. Diese Veröffentlichungen werden mit der Analyse von Vollstreckungstrends (enforcement trends) und durch Marktbefragungen ergänzt. Der Newsletter „Market Watch“ wird monatlich auf der FCA-Webseite veröffentlicht und greift Themen in einer praxisorientierten Sprache auf. Für Marktteilnehmer, die primär außerhalb des UK tätig sind, findet vieles dennoch Anwendung. Market Watch 51²⁶ von September 2016 bietet besonders hilfreiche Leitlinien, besonders für ausländische Marktteilnehmer.



Anders als die BaFin sucht die FCA den engeren Austausch mit allen Marktteilnehmern, auch in bilateraler Form.

²⁶ Abrufbar unter: <https://fca.org.uk/sites/default/files/marketwatch-51.pdf>

5. Welche Befugnisse hat die zuständige Behörde bei Vollziehung der MAR?



Im UK verfügt die FCA über die Befugnis, von jedermann Informationen und Dokumente zu verlangen, Personen vorzuladen und zu vernehmen, Personen durch die Polizei für den Zweck eines Verhörs verhaften zu lassen, bestehende Aufzeichnungen von Telefongesprächen und Datenübermittlungen anzufordern, bei Richtern eine Hausdurchsuchung zu beantragen sowie bei regulierten Instituten Untersuchungsbeauftragte einzusetzen oder selbst Ermittlungen vor Ort durchzuführen.

Im UK sind regulierte Institute und nicht regulierte Personen dazu verpflichtet, einen begründeten Verdacht von Insiderhandel, Marktmanipulation oder sonstige rechtswidrige oder verdächtige Aktivitäten der Aufsichtsbehörde mitzuteilen, (sog. Whistleblowing).



Diese Pflicht zur Selbstanzeige besteht separat zum Whistleblowing.



Die FCA, insbesondere das „Market Monitoring Department“, überwacht den Markt anhand von Daten zu meldepflichtigen Finanztransaktionen sowie Orderbuch- und Benchmark-Daten, um ein mögliches unerlaubtes und/oder kriminelles Verhalten aufzudecken. Diese Daten werden von Überwachungssystemen und Melderegistern wie bspw. dem „Suspicious Transaction and Order Report“ (STOR) oder durch Stichproben (inkl. Durchsuchungen) gesammelt.

Zudem fließen Whistleblowing-Informationen in die Analyse der FCA mit ein. Die FCA hat neben Auskunftspflichten auch eine übergreifende Regel in Principle 11, welche Marktteilnehmer dazu verpflichtet, jegliche relevante Pflichtverletzung frühestmöglich zu melden. Eine Selbstanzeige kann zu geminderten Sanktionen führen. Die FCA kann darüber hinaus Immunität strafrechtlicher Prozesse für „cooperating witnesses“ veranlassen. Die FCA kann auch eine Minderung des Bußgeldes bei Untersuchungen anbieten.



DTR verpflichtet Emittenten, PDMRs und die jeweiligen mit ihnen verbundenen Personen, die FCA bei jeglichen Fragen zu Offenlegungspflichten möglichst früh zu kontaktieren. Die Adresse des zuständigen Teams sowie die Kontaktdaten der FCA bei generellen Fragen zu den jeweiligen MAR- und DTR-Verpflichtungen werden im FCA Handbook genannt.

Wem melde ich was?



STORs sind der FCA über die FCA-Webseite zu melden. Informationen und Leitlinien, die helfen festzulegen, ob ein Verhalten i.S.d. Art. 16 der MMVO meldepflichtig ist, werden im MAR-Teil des FCA Handbook festgelegt. Zudem bietet die FCA MMVO-relevanten meldepflichtigen Personen (inkl. Handelsplätzen) eine Hotline an, um inhaltliche STOR-Fragen zu klären. Weitere Details, u. a. zu den Unterschieden zwischen einem STOR und dem Meldewesen, welches für den Verdacht nach UK-Geldwäschegesetz und dem Anti-Terrorgesetz relevant ist, sind primäre Aufgaben der jeweiligen Strafverfolgungsbehörden.

Whistleblowing-Meldungen werden vertraulich und anonym behandelt. Regulierte Marktteilnehmer sind verpflichtet, eine Whistleblowing Policy einzuführen und einen Senior Manager, der als Whistleblowing Champion dient, zu ernennen. Meldungen rund um Insiderlisten werden nachstehend besprochen.

6. Bestehen sonstige Melde- und Mitteilungspflichten in Umsetzung der MMVO, wenn ja, welche?

a) Pflicht zur Compliance-Schulung

Regulierte Marktteilnehmer, die eine UK-aufsichtsrechtliche Zulassung besitzen, unterliegen einer expliziten Aufforderung, regelmäßig Compliance-Schulungen, auch zum Thema Wirtschaftskriminalität, durchzuführen.

7. Welche Sanktionen sind bei Verstößen von Verpflichtungen unter MAR vorgesehen?

Im Rahmen der MMVO-Umsetzung im UK wurden die Befugnisse der FCA deutlich verstärkt. Unabhängig von den anderen Befugnissen der UK-Vollstreckungsbehörden, die für die Bekämpfung der Finanzkriminalität und dementsprechend des Marktmissbrauchs zuständig sind, ist die FCA befugt, u. a.



- a) *die Ausübung von bestimmten lizenzpflichtigen/regulierten Aktivitäten zu suspendieren,*
- b) *Bußgeld oder zivilrechtliche Geldstrafe in uneingeschränkter Höhe festzulegen,*
- c) *eine offizielle Erklärung (Public Statement/Public Censure) zu veröffentlichen (Naming and Shaming), dass die relevante Person Marktmissbrauch begangen hat oder sich sonst gesetzeswidrig verhalten hat (diese Annonce kann auch bei Beginn der Untersuchung veröffentlicht werden),*
- d) *Warnungen zu nicht regulierten Unternehmen/Personen zu veröffentlichen und unerlaubte Webseiten zu deaktivieren,*

- e) einen Antrag an das Gericht stellen, um:
- (i) eine einstweilige oder permanente Verfügung (injunction) oder eine Unterlassungsverfügung (restraint order) gegen eine Person zu sichern, um eine bedrohte oder tatsächliche gesetzeswidrige Handlung/einen Marktmissbrauch zu verhindern, zu beheben, Abhilfe zu sichern, die auch u. a. in Form einer Sicherstellungsentscheidung (freezing order) erfolgen kann, oder
 - (ii) um eine Restitutionsorder für eine Rückerstattung zu ersuchen, und um
- f) eine Entschädigungszahlung, die an Verbrechensoffer zu entrichten ist, anzuordnen.



Wichtig ist hier zu beachten, dass die verhängten Marktmissbrauchsstrafen die eigentliche Transaktion nicht als unwirksam, nichtig oder nicht durchsetzbar einstufen.

8. Verfahren

a) Welche Rechtsmittelmöglichkeiten bestehen?

nicht relevant

b) Ablauf eines FCA-Verfahrens

Ein kompletter „Katalog“ an Verfahrensoptionen der FCA ist bspw. im „FCA Enforcement Guide“ auf der FCA-Webseite abrufbar²⁷. Die eigentlichen FCA-Regeln, um Prozesse sowie Geld- und sonstige Strafen festzulegen, werden im Decision Procedure and Penalties Manual (DEPP) des FCA Handbook im Detail besprochen. Der Teil für zivilrechtliche Verstöße von Marktteilnehmern, auch durch jene nicht beaufsichtigte Personen i. S. d. der MAR, wird in DEPP 6 erklärt. Mögliche Maßnahmen sowie der Straf- und Bußgeldkatalog sind in den jeweiligen Strafgesetzen, bspw. dem Criminal Justice Act 1993, festgelegt. Die o. g. zivilrechtlichen Maßnahmen werden i. d. R. durch Enforcement Notices der FCA veröffentlicht. Diese sind nach Veröffentlichung auf der FCA-Webseite abrufbar. Inhaltlich dienen diese dazu, die Öffentlichkeit zu informieren, den Abschreckungseffekt der Durchsetzungsmaßnahmen zu erhöhen und die Transparenz der FCA-Entscheidungen zu gewährleisten.



Es ist deutlich umfangreicher als das sog. Naming & Shaming der MMVO.

FCA Enforcement Notices lassen sich folgendermaßen unterscheiden:

- a) *Warning Notices*: Sie werden veröffentlicht, wenn die FCA sich dazu entscheidet, einen Fall/eine Untersuchung einzuleiten.
- b) *Decision Notices*: Sie werden veröffentlicht, wenn die FCA eine Entscheidung getroffen hat, eine Sanktion oder sonstige Maßnahme zu ergreifen.
- c) *Final Notices*: Sie werden veröffentlicht, wenn die FCA eine Entscheidung oder eine Sanktion gegen einen Adressaten eingeleitet hat.



²⁷ Siehe https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/document/eg/EG_Full_20160422.pdf

Durchsetzungsstrategie (Enforcement Strategy) der FCA

Der Enforcement Guide erläutert den Marktteilnehmern, wie die FCA ihre jeweiligen Befugnisse ausübt. Die Durchsetzungsstrategie der FCA ist proportional und risikogetrieben. Das wird in den paras 2.1.2(4) und 2.1.3 des Enforcement Guide deutlich:



„(4) *The FCA will aim to change the behaviour of the person who is the subject of its action, to deter future non-compliance by others, to eliminate financial gain or benefit from non-compliance, and where appropriate, to remedy the harm caused by the non-compliance.*“

„2.1.3 *Enforcement is only one of a number of regulatory tools available to the FCA. As a risk based regulator with limited resources, throughout its work the FCA prioritises its resources in the areas which post the biggest threat to its statutory objectives. This applies to the enforcement tool as it does to any other tool available to it...*“



Neben dem Market Watch-Newsletter und anderen Veröffentlichungen wird eine jährliche Übersicht der FCA-Untersuchungen und der Prozesse, die sich primär mit Insiderhandel und Marktmissbrauch befassen, online veröffentlicht. Die Bilanz 2015/2016 ist per folgendem Link abrufbar unter <https://www.fca.org.uk/enforcement-annual-performance-account-2015-16/5-market-abuse>.

9. Managers' Transactions

a) An wen und in welcher Form sind Managers' Transactions zu melden?

PDMRs und jeweilige verbundene Personen müssen nach interner Freigabe ihre Transaktionen der FCA melden. Hier greifen die Vorgaben von Art. 19 der MMVO.

b) Welche Veröffentlichungspflichten bestehen?

Managers' Transactions sind der FCA unverzüglich und binnen drei Geschäftstagen nach dem Handelstag mitzuteilen. Die Meldung erfolgt online, ein Muster dieser Meldung ist abrufbar unter <https://www.fca.org.uk/publication/forms/pdmr-notification-form.pdf>



Die FCA stellt auch einen Guide zur Verfügung, der das Meldeformular und den Ablauf erläutert. Dieser Guide ist über <https://www.fca.org.uk/publication/forms/pdmr-form-guide.pdf> abrufbar.

c) Hat der Gesetzgeber vom Wahlrecht nach Art. 19 Abs. 9 MMVO Gebrauch gemacht?

Die FCA hat sich gegen die Umsetzung des Art. 19 Abs. 9 MMVO entschieden und den derzeitigen Schwellenwert beibehalten. Die Begründung für diese Entscheidung wurde in PS 16/13 der FCA im Detail erläutert. Regeln für die Festlegung von Währungsumrechnungen im Zusammenhang mit dieser Schwellengrenze werden derzeit von der ESMA geprüft.

10. Aufschub von Ad-hoc-Meldungen

Die Vorschriften von DTR sehen vor, dass bei Ausfall eines aufsichtsrechtlichen Informationsdienstes, dem sog. Regulatory Information Service (RIS), jeweilige Meldungen sobald wie möglich an mindestens zwei UK-Zeitungen oder zwei Nachrichtenagenturen zu melden sind. Weiterhin ist die Nachricht an den RIS zu senden, sobald er wieder den Betrieb aufnimmt. Der Aufschub einer Meldung aufgrund eines Betriebsausfalls des RIS ist nicht zulässig. Der Begriff Ad-hoc-Meldung im deutschen Sinne wird als „public disclosure of inside information“ oder ggf. nur als „disclosure or distribution“ bezeichnet.



Es wird empfohlen, im Umgang mit UK-Behörden, die dort gängigen Begriffe zu benutzen.



DTR schreibt zudem vor, dass ein Emittent auf die wahrheitsgemäße und vollständige Meldung der Informationen an ein RIS achten muss. Es ist untersagt, jegliche Informationen zu melden, die irreführend, falsch oder trügerisch sind oder unvollständig oder die sonst dazu führen, dass die Meldung unvollständig bei den Marktteilnehmern ankommt.



Für Emittenten ist es wichtig zu wissen, dass die FCA jederzeit anordnen kann, jegliche Informationen (Form, Zeitspanne, Inhalt und Detailgrad) zu veröffentlichen. Sollte der Emittent diesen Aufforderungen nicht nachkommen, kann die FCA die jeweiligen Informationen im Namen des Emittenten veröffentlichen.

a) In welchen Fallkonstruktionen kommt ein Aufschub in Betracht?

Die Regeln in DTR 2.5 wurden mit der Umsetzung der MMVO markant abgeändert, sodass nur Erläuterungen geblieben sind. Diese geben Hinweise darauf, wann ein Aufschub erlaubt ist und wann dieser nicht zu einer Irreführung führen könnte.

b) An wen und in welcher Form sind Aufschübe zu melden?

Aufschübe sind der FCA unverzüglich mitzuteilen. Ein Antrag auf Aufschub muss der FCA online zugeschickt werden. Das Muster dieser Meldung ist über den Link <https://www.fca.org.uk/publication/forms/delayed-disclosure-inside-information-form.pdf> abrufbar.



Die FCA stellt einen Guide zur Verfügung, der dieses Meldeformular und den Ablauf im Detail erklärt. Dieser Guide ist unter dem Link <https://www.fca.org.uk/publication/forms/delayed-disclosure-form-guide.pdf> zu finden.

11. Informationsweitergabe im Unternehmen und Maßnahmen zur Vermeidung von Insiderinformationsmissbrauch (Emittenten-Compliance)

Die Emittenten-Compliance wird weitgehend in DTR geregelt. Für regulierte Marktteilnehmer kommen auch andere Teile des FCA Handbook und ggf. des PRA Rulebook in Betracht.

a) Compliance-relevante Informationen und Einrichtung von Vertraulichkeitsbereichen



Emittenten, die der FCA-Aufsicht im Rahmen der MMVO-Beaufsichtigung unterliegen, sind dazu verpflichtet, ihre Insiderlisten auf Anfrage zu übersenden. Die Mitteilung erfolgt durch ein abgesichertes Meldesystem. Dies ermöglicht es, Emittenten sowie ihren Bevollmächtigten die erforderlichen Daten sicher und ohne Übermittlungskosten zu melden.



Im Falle des zulässigen Aufschubs (i. S. d. Art. 17 Abs. 4 oder Abs. 5 MMVO) hat ein Emittent, anders als in Deutschland, ein sog. Holding Statement (vergleichbar mit einer Zwischenmeldung) zu veröffentlichen. Es bestehen Informationsvorgaben, die in DTR 2.2.9 G (2) zu finden sind.

b) Führung von Insiderlisten



Der UK-Begriff, wer Insider ist, wurde historisch, wie in Deutschland, weit definiert. Neben Organen, Mitarbeitern, Beauftragten etc. werden auch Personen erfasst, die selbst nicht in Verbindung zu der Gesellschaft stehen. Als Insider kommen demnach alle Personen in Frage, die Kenntnis von der Insidertatsache haben und die wissen oder auch nur wissen müssten, dass es sich dabei um eine vertrauliche Insiderinformation handelt. Die ehemaligen Regeln des DTR 2.8 wurden vollständig durch die Verpflichtungen von Art. 18 MMVO ersetzt.

c) Compliance-Richtlinie und Compliance-Verantwortlicher

nicht relevant

d) Sperrfristen und Handelsverbote

Sperrfristen und Handelsverbote gelten, insofern die Information nicht öffentlich bekannt ist. Wann eine Information als „öffentlich“ gilt, wird in MAR 1.2.12 – 1.2.14 (Guidance) erklärt. Des Weiteren wird im 1.2.23 (Guidance) klargestellt, ob und wie Handlungsempfehlungen (trading recommendation) gegen die MMVO-Verbote verstoßen könnten.



„The following are examples of behaviour that might fall within the scope of article 14(b) of the Market Abuse Regulation:

- (1) *a director of a company, while in possession of inside information, instructs an employee of that company to sell a financial instrument in respect of which the information is inside information*
- (2) *a person recommends or advises a friend to engage in behaviour which if he himself engaged in it, would amount to market abuse.“*

Weitere Erläuterungen, welches Verhalten als zivilrechtlich verbotener Insiderhandel gilt, werden in MAR 1.3.2 (Guidance) festgelegt. Das Thema „Front Running“ (das Ausnutzen des vertraulichen Wissens, vor der Durchführung einer in Auftrag gegebenen Transaktion zum eigenen Vorteil), lange Zeit eine Priorität der UK-Aufsicher, wird folgendermaßen näher als in der MMVO gesetzeswidrig eingestuft:



- „(2) *front running/pre-positioning – that is, a transaction for a person’s own benefit, on the basis of and ahead of an order (including an order relating to a bid) which he is to carry out with or for another (in respect of which information concerning the order is inside information), which takes advantage of the anticipated impact of the order on the market or auction clearing price.“*

Der Umgang mit M&A-Aktivitäten wird auch im Rahmen der MMVO-Verbote vorgegeben. Hier ist sowohl ein Blick in den UK Takeover Code als auch in die DTRs für Marktteilnehmer relevant:



- „(3) *in the context of a takeover, an offeror or potential offeror entering into a transaction in a financial instrument, using inside information concerning the proposed bid, that provides merely an economic exposure to movements in the price of the target company’s shares (for example, a spread bet [oder in Deutschland ein CFD-Zertifikat oder Binary Option] on the target company’s share price); and*
- (4) *in the context of a takeover, a person who acts for the offeror or potential offeror dealing for his own benefit in a financial instrument using information concerning the proposed bid.“*

MAR 1.3.10 (Guidance) gibt die Faktoren vor, die die Aufsicht heranzieht, um festzustellen, ob das Handeln auf eigene Rechnung (lawful dealing in financial instruments on own account) MMVO-konform ist. Dazu zählen folgende Erwägungspunkte, die als Anreiz dienen:



- „*The following factors may be taken into account in determining whether or not a person’s behaviour is in pursuit of legitimate business, and are indications that it is:*
- (1) *the extent to which the relevant trading by the person is carried out in order to hedge a risk, and in particular the extent to which it neutralises and responds to a risk arising out of the person’s legitimate business; or*
- (2) *whether, in the case of a transaction on the basis of inside information about a client’s transaction which has been executed, the reason for it being inside information is that information about the transaction is not, or is not yet, required to be published under any relevant regulatory or trading venue obligations; or*



- (3) *whether, if the relevant trading by that person is connected with a transaction entered into or to be entered into with a client (including a potential client), the trading either has no impact on the price or there has been adequate disclosure to that client that trading will take place and he has not objected to it; or*
- (4) *the extent to which the person's behaviour was reasonable by the proper standards of conduct of the market concerned, taking into account any relevant regulatory or legal obligations and whether the transaction is executed in a way which takes into account the need for the market as a whole to operate fairly and efficiently."*

MAR 1.3.17 (Guidance) bietet, mit Verweis auf Art. 9 Abs. 4 MMVO, Beispiele, welches Verhalten und welche Aktivitäten im Zusammenhang mit M&A-Transaktionen keinen Insiderhandel darstellen und dementsprechend zulässig sind:



- „(1) *seeking from holders of securities, issued by the target, irrevocable undertakings or expressions of support to accept an offer to acquire those securities (or not to accept such an offer);*
- (2) *making arrangements in connection with an issue of securities that are to be offered as consideration for the takeover or merger offer or to be issued in order to fund the takeover or merger offer, including making arrangements for the underwriting or placing of those securities and any associated hedging arrangements by underwriters or places which are proportionate to the risks assumed; and*
- (3) *making arrangements to offer cash as consideration for the takeover or merger offer as an alternative to securities consideration."*

7.3 Marktmissbrauchsrecht: Umsetzung in der Schweiz

Wichtige Rechtsquellen

- Art. 142 f. und 154 f. Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel („FinfraG“) vom 19. Juni 2015
- Art. 122–128 Verordnung über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel („FinfraV“) vom 25. November 2015
- FINMA Rundschreiben 2013/8, Marktverhaltensregeln („RS 2013/8“)
- Art. 53 ff. Kotierungsreglement der SIX Exchange Regulation („KR“)

1. Überblick

Die Regelungsgegenstände der MMVO sind in der Schweiz nicht in einem separaten Regelwerk enthalten. Insiderhandel und Marktmanipulation werden gem. FinfraG als aufsichtsrechtlich unzulässige Verhaltensweisen sanktioniert bzw. unter Strafe gestellt. Art. 154 FinfraG stellt das Ausnutzen von Insiderinformationen und Art. 155 FinfraG die Kursmanipulation unter Strafe. Diese Strafbestimmungen gelten in dieser Form seit dem 1. Januar 2016 und sind weitgehend eine Weiterführung der zuvor geltenden Regelungen von Art. 40 und Art. 40a des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995, die ihrerseits am 1. Mai 2013 die bisherigen Strafnormen von Art. 161 bzw. Art. 161 bis des Schweizerischen Strafgesetzbuches vom 21. Dezember 1937 ersetzten. Seit der Revision vom 1. Mai 2013 kann das Ausnutzen von Insiderinformationen (vgl. Art. 142 FinfraG) und die Marktmanipulation (vgl. Art. 143 FinfraG) auch aufsichtsrechtlich von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) sanktioniert werden. Dies gilt nicht nur für von der FINMA beaufsichtigte Finanzinstitute, sondern für alle Marktteilnehmer.



Der Erlass von Vorschriften zur Ad-hoc-Publizität und zur Offenlegung von Management-Transaktionen ist in der Schweiz nicht Regelungsgegenstand eines Gesetzes, sondern wird der Selbstregulierung der Handelsplätze überlassen. Für Effekten, die an der SIX Swiss Exchange („SIX“) zum Handel zugelassen sind, gelten diesbezüglich die im Kotierungsreglement der SIX enthaltenen Regelungen und die entsprechenden Ausführungsbestimmungen.

Zuständige Behörden für:

- a) Art. 154 FinfraG (Ausnutzen von Insiderinformationen) und Art. 155 FinfraG (Kursmanipulation):
Strafbehörden
- b) Art. 142 FinfraG (Ausnutzen von Insiderinformationen) und Art. 143 FinfraG (Marktmanipulation):
FINMA
- c) Vorschriften zur Ad-hoc-Publizität und Offenlegung von Management-Transaktionen:
SIX Swiss Exchange



Bestimmte Aspekte der MMVO sind in der Schweiz nicht geregelt. Dies gilt bspw. für die Pflichten für Marktteilnehmer, die gem. Art. 16 Abs. 2 MMVO gewerbsmäßig Geschäfte vermitteln oder ausführen. In der Schweiz bestehen für solche Marktteilnehmer keine Pflichten zur Schaffung bzw. Aufrechterhaltung von wirksamen Regelungen, Systemen und Verfahren zur Aufdeckung und Meldung von verdächtigen Aufträgen und Geschäften sowie zur Erstattung von Meldungen an die zuständige Behörde bei Vorliegen eines begründeten Verdachts.

2. Insiderinformation

Die Anwendung von insiderrechtlichen Verboten setzt voraus, dass überhaupt Insiderinformationen vorliegen. Der Begriff der Insiderinformation wird in Art. 2 lit. j FinfraG definiert als vertrauliche Information, deren Bekanntwerden geeignet ist, den Kurs von Effekten, die an einem Handelsplatz in der Schweiz zum Handel zugelassen sind, erheblich zu beeinflussen. Dieser Begriff wird sodann im FINMA-RS 2013/8 weiter konkretisiert.



Als Effekten gelten in der Schweiz gem. Art. 2 lit. b FinfraG vereinheitlichte und zum massenweisen Handel geeignete Wertpapiere, Wertrechte, Derivate und Bucheffekten.

Als Handelsplätze gelten in der Schweiz:



- a) Börsen (dem Begriff, der in der Schweiz für „geregelte Märkte“ i. S. d. EU-Rechts verwendet wird)
- b) multilaterale Handelssysteme (dem Begriff, der in der Schweiz für „MTFs“ i. S. d. EU-Rechts verwendet wird)



Sofern die betreffenden Effekten nur über ein organisiertes Handelssystem gem. Art. 42 ff. FinfraG gehandelt werden, können diesbezüglich nach Schweizer Recht demgegenüber keine Insiderinformationen vorliegen. Insofern ist der Anwendungsbereich der insiderrechtlichen Verbote gem. Schweizer Recht weniger weit als gem. MMVO.

Nach Schweizer Recht unterscheidet sich ein multilaterales von einem organisiertem Handelssystem dadurch, dass bei einem organisiertem Handelssystem entweder

- a) keine Effekten, sondern bloss andere Finanzinstrumente gehandelt werden,
- b) der Handel nur nach diskretionären Regeln erfolgt, oder
- c) kein multi-, sondern nur ein bilateraler Handel vorliegt.

Von der Frage, an welchem Markt die betreffenden Effekten zum Handel zugelassen sein müssen, ist die Frage zu unterscheiden, mit welchen Handlungen ein insiderrechtliches Verbot verletzt werden kann.



Diesbezüglich gilt auch im Schweizer Recht, dass das Verbot des Ausnutzens von Insiderinformationen – wie gem. MMVO – mittels eines Handels der betreffenden Effekten außerhalb des Handelsplatzes bzw. mittels Abschluss von Derivaten verletzt werden kann.



Im Unterschied zur MMVO gelten die insiderrechtlichen Verbote des Schweizer Rechts – unter Vorbehalt der für prudentiell regulierte Marktteilnehmer, d.h. der einer ständigen Aufsicht der FINMA unterstehenden Marktteilnehmer zu beachtenden Vorschriften zur Gewähr für eine einwandfreie Geschäftsführung (vgl. Ziffer 5.1) – weder für Warenkontrakte noch für Referenzwerte wie bspw. den LIBOR.



Prudentiell bedeutet in diesem Zusammenhang, dass die betreffenden Marktteilnehmer unter ständiger Aufsicht einer Aufsichtsbehörde stehen und Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit bieten müssen.

Jedes reale Ereignis oder Geschehen, das in der Vergangenheit stattgefunden hat oder in der Gegenwart stattfindet bzw. ein Nicht-Eintreten eines Ereignisses, dessen Eintritt als sicher eingeschätzt wurde, kann eine Insiderinformation darstellen. Auch Pläne und Absichten können Insiderinformationen darstellen. Nicht als Insiderinformationen zu qualifizieren sind demgegenüber Wertungen, Prognosen, Spekulationen, Werturteile etc., wohl aber möglicherweise die Umstände, auf denen diese aufbauen. Feste Absichten, noch nicht realisierte Pläne oder Aussichten, nicht aber Gerüchte und Spekulationen, können Insiderinformationen darstellen. Für Pläne und Absichten ist aber eine gewisse Realisierungswahrscheinlichkeit vorauszusetzen, bevor sie Insiderinformationen darstellen können. Auch unternehmensexterne Informationen wie etwa das Wissen um eine zu publizierende Finanzanalyse eines Dritten, ein großer Kundenauftrag, das Wissen um eine zu erteilende oder zu verweigernde Zulassung bzw. Genehmigung oder um einen geplanten Terroranschlag können Insiderinformationen darstellen. Auch eine Empfehlung kann eine Insiderinformation darstellen, sofern der Empfänger der Empfehlung weiß oder aufgrund der Umstände wissen muss, dass die Empfehlung auf einer Insiderinformation beruht.



Im Schweizer Recht ist es nicht erforderlich, dass die betreffende Information i.S.d. Art. 7 Abs. 2 MMVO „präzise“ sein muss.



Damit eine Insiderinformation vorliegt, muss die betreffende Information vertraulich, d.h. nicht allgemein, sondern nur einem beschränkten Kreis von Personen bekannt sein. Es liegt gem. bundesgerichtlicher Rechtsprechung keine Vertraulichkeit vor, sofern die Information einem größeren Teil von Börsenteilnehmern bekannt ist oder ein Dritter, „wenn auch nur mit Anstrengung“, Kenntnis von der Tatsache erlangen könnte.

Sodann setzt eine Insiderinformation voraus, dass die betreffende Information kursrelevant ist. Kursrelevanz einer Information bedeutet, dass ihre Bekanntgabe aus einer Beurteilung ex ante einen erheblichen Einfluss auf den Kurs der betreffenden Effekten haben kann. Wann Erheblichkeit i. S. d. Gesetzes vorliegt, ist weitgehend unklar. In der Praxis bedeutet dies, dass bereits bei einer möglichen Kursrelevanz davon auszugehen ist, dass eine Insiderinformation vorliegen kann.

Beispiele von Informationen, die Insiderinformationen darstellen können, sind insbesondere:

- a) Die Kenntnis des Jahres-, Halbjahres oder Quartalsergebnisses und – damit verbunden – die Kenntnis einer wesentlichen Veränderung des Geschäftsergebnisses, aber auch die Bestätigung eines stabilen Zustandes, wenn allgemein eine Veränderung erwartet wurde. Die damit vertrauten Mitarbeitenden und Organe würden über Insiderinformationen verfügen, solange die betreffenden Ergebnisse noch nicht veröffentlicht wurden.
- b) Die Kenntnis von Mergers & Acquisitions-Projekten von den damit beschäftigten Personen.
- c) Die Kenntnis der Aufnahme von Gesprächen für eine mögliche Übernahme.
- d) Die Kenntnis von bevorstehenden Kapitalmarkttransaktionen, bspw. eine Kapitalerhöhung oder eine Kapitalherabsetzung, allenfalls die Emission von Bonds, die Auflage eines Aktienrückkaufprogramms etc.
- e) Die Kenntnis von wichtigen Strukturveränderungen, etwa von Fusionen, Vermögensübernahmen, Abspaltungen.
- f) Die Kenntnis von bedeutenden Verschiebungen in der Aktionärsstruktur, vorausgesetzt, es handelt sich um eine so bedeutende Verschiebung, dass sie als kursrelevant zu beurteilen ist.
- g) Die Kenntnis bevorstehender personeller Änderungen in der Zusammensetzung des Verwaltungsrats und in der Geschäftsleitung.
- h) Die Kenntnis des Abschlusses von neuen strategischen Allianzen, etwa bedeutende Vertragsabschlüsse, Beendigung von bedeutenden Vertragsverhältnissen.
- i) Die Kenntnis über einen bevorstehenden Abbau von zahlreichen Arbeitsplätzen.



3. Aufsichtsrechtlich unzulässiges Verhalten

3.1 Ausnutzen von Insiderinformationen

Nach Art. 142 FinfraG sind die gem. Art. 154 FinfraG strafrechtlich verbotenen Handlungen auch aufsichtsrechtlich unzulässig, selbst wenn kein Vermögensvorteil erzielt wird bzw. werden kann und keine Absicht besteht, einen solchen Vermögensvorteil zu erzielen. Die betreffende Person muss aber zumindest wissen oder sie hätte wissen müssen, dass sich ihre Tathandlung auf eine Insiderinformation bezieht.

3.2 Marktmanipulation

Nach Art. 143 FinfraG ist es unzulässig,



- a) öffentlich Informationen zu verbreiten, von denen die betreffende Person weiß oder wissen muss, dass sie falsche oder irreführende Signale für das Angebot, die Nachfrage oder den Kurs von Effekten gibt, die an einer Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zum Handel zugelassen sind, oder
- b) Geschäfte zu tätigen bzw. Kauf- oder Verkaufsaufträge auszuführen, von denen die betreffende Person weiß oder wissen muss, dass sie falsche oder irreführende Signale geben für das Angebot, die Nachfrage oder den Kurs von Effekten, die an einer Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zum Handel zugelassen sind.

Damit ist der Anwendungsbereich enger gefasst als bei der Marktmanipulation gem. MMVO.

Folgende Verhaltensweisen wären bspw. unzulässig:



- a) Das öffentliche Verbreiten von falschen oder irreführenden Angaben über Gegebenheiten, die für die Bewertung von Aktien von Bedeutung sind, z. B. über die finanzielle Situation des Emittenten, über die Auftragslage, über künftige Produkte oder Dienstleistungen oder eine allgemeine Angebotsverknappung. Als öffentliches Verbreiten von Informationen gelten namentlich Bekanntmachungen über die in der Finanzbranche üblichen Informationskanäle, in den Medien und im Internet. Allerdings kommt zwecks öffentlichen Verbreitens von Informationen neben den einschlägigen Finanzinformationsportalen und Medien bspw. auch das Verbreiten über Börsenhändler und andere Personen in Frage, die in der Lage sind, solche Informationen einer breiteren Investorenschicht bekannt zu machen.
- b) Das Verbreiten falscher oder irreführender Informationen, von Gerüchten oder Nachrichten, die geeignet sind, die Preise der Aktien zu beeinflussen, um im Anschluss Nutzen aus der daraus resultierenden Kursbewegung zu ziehen.
- c) Der zeitgleiche Kauf und Verkauf von Aktien auf Rechnung ein und desselben wirtschaftlich Berechtigten mit der Absicht, falsche oder irreführende Signale für das Angebot, die Nachfrage oder den Kurs von Aktien zu geben.
- d) Die Eingabe von gegenläufigen Kauf- und Verkaufsaufträgen in Aktien nach vorgängiger gegenseitiger Absprache mit der Absicht, Liquidität oder Preise zu verzerren.
- e) Die Verengung des Marktes durch den Aufbau von großen Positionen von Aktien mit der Absicht, den Kurs der Aktien zu verzerren.
- f) Der Kauf und Verkauf von Effekten mit dem Ziel, die Preise zu bewegen oder auf einem bestimmten Niveau zu halten.

3.3 Safe-Harbour-Regelungen für zulässige Verhaltensweisen

Ohne eine Regelung von Sachverhalten, die im Sinne von Safe Harbours als zulässige Verhaltensweisen gelten, wären die genannten aufsichtsrechtlichen Verbote zu weitgehend.

Solche zulässigen Verhaltensweisen sind gem. FinfraV insbesondere – unter gewissen Voraussetzungen – der Rückkauf eigener Aktien im Rahmen eines Rückkaufprogramms (d. h. mittels öffentlichem Kaufangebot) sowie Effektengeschäfte zur Preisstabilisierung nach einer öffentlichen Platzierung.



Weiter gilt der Grundsatz, dass „niemand sein eigener Insider sein kann“, wonach gem. FinfraV keine aufsichtsrechtlich verbotene Verhaltensweise alleine deshalb vorliegt, dass jemand Effektengeschäfte zur Umsetzung des eigenen Entschlusses, eine bestimmte Transaktion zu vollziehen, tätigt (vgl. Art. 127 Abs. 1 lit. a FinfraV).

Dies setzt jedoch voraus, dass der betreffende Entschluss nicht aufgrund einer Insiderinformation gefällt wurde.



Im Gegensatz zur MMVO besteht keine gesetzliche Regelung im Zusammenhang mit Insiderinformationen bei Marktsondierungen.

3.4 Aufsichtsrechtliche Sanktionen durch die FINMA

Bei Vorliegen eines Verstoßes gegen solche aufsichtsrechtlichen Verbote von Art. 142 und Art. 143 FinfraG hat die FINMA die Kompetenz, Aufsichtsverfahren selbst gegen Gesellschaften und Personen durchzuführen, die sonst keine von der FINMA beaufsichtigte Tätigkeit ausführen. Diese Kompetenzen bestehen damit auch gegenüber Mitarbeitenden und Organen, die Art. 142 f. FinfraG verletzen. Dabei besteht eine Auskunfts- und Meldepflicht gegenüber der FINMA. Bei Verstößen gegen Art. 142 f. FinfraG kommen insbesondere folgende verwaltungsrechtliche Sanktionen in Betracht:



Sanktionen

- Feststellungsverfügung, dass aufsichtsrechtliche Bestimmungen verletzt wurden
- Einziehung des Gewinns, der durch das Ausnutzen von Insiderinformationen bzw. durch die Marktmanipulation erzielt wurde
- Nur bei beaufsichtigten Personen: Wiederherstellung des ordnungsgemäßen Zustands
- Nur bei beaufsichtigten Personen: Berufs- und Tätigkeitsverbote
- Nur bei beaufsichtigten Personen: Bewilligungszug



Bußgeld gegen natürliche Personen

- keine



Naming and Shaming

- Veröffentlichung der aufsichtsrechtlichen Verfügung nach Eintritt der Rechtskraft unter Angabe von Personendaten

Abbildung 38: Aufsichtsrechtliche Sanktionen bei Verstößen

4. Strafrechtliche Verbote

4.1 Ausnutzen von Insiderinformationen



Strafbar sind gem. dem Insiderstraftatbestand von Art. 154 FinfraG das Ausnutzen der Kenntnis und die Weitergabe von Insiderinformationen, um sich oder einem anderen einen Vermögensvorteil zu verschaffen.

Dem „Ausnutzen der Kenntnis“ und der „Weitergabe“ von Insiderinformationen gleichgestellt ist das „Ausnutzen solcher Insiderinformationen durch Abgabe einer Empfehlung“ zum Erwerb oder zur Veräußerung solcher Effekten oder zum Einsatz von daraus abgeleiteten Finanzinstrumenten, um sich oder einem anderen einen Vermögensvorteil zu verschaffen.

Folgende Verhaltensweisen wären bspw. unzulässig, sofern die handelnde Person beabsichtigt, sich oder einem Dritten einen Vermögensvorteil zu verschaffen:



- a) *Das Ausnutzen einer Insiderinformation durch einen Kauf oder Verkauf von Aktien oder durch einen Abschluss von Finanzinstrumenten, die sich auf Aktien beziehen. Das können bspw. OTC-Derivate wie Call- oder Put-Optionen sein, Equity Swaps, Contracts for Difference oder strukturierte Produkte.*
- b) *Die Mitteilung einer Insiderinformation an eine andere Person, es sein denn, dass der Empfänger diese Information zur Erfüllung einer vertraglichen oder gesetzlichen Pflicht oder im Hinblick auf den Abschluss eines Vertrags benötigt.*
- c) *Die Abgabe einer Empfehlung an eine andere Person, Aktien zu kaufen oder zu verkaufen oder Finanzinstrumente, die sich auf Aktien beziehen (bspw. OTC-Derivate wie Call- oder Put-Optionen, Equity Swaps, Contracts for Difference oder strukturierte Produkte), abzuschließen.*

Die genannten Handlungen sind einerseits strafbar, wenn sie von einem Organ, einem Mitglied eines Leitungs- oder Aufsichtsorgans der betreffenden Gesellschaft, einer die Gesellschaft beherrschenden oder von ihr beherrschten Gesellschaft oder von einer Person, die aufgrund ihrer Beteiligung oder aufgrund ihrer Tätigkeit bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen hat, begangen werden (sog. Primärinsider). Zu einem solchen Personenkreis gehören bspw. auch der Leiter des Rechtsdienstes oder von M&A-Projektgruppen.

Andererseits sind auch Personen strafbar, die entweder die betreffenden Tatsachen von einem Primärinsider erfahren haben oder sich die Kenntnis der betreffenden Tatsachen durch ein Verbrechen oder Vergehen verschafft oder die aus anderen Gründen die Kenntnis der betreffenden Tatsachen erlangt haben, soweit die betreffenden Personen die vertraulichen, kursrelevanten Informationen dazu ausnutzen, Effekten, die an einem Handelsplatz in der Schweiz zum Handel zugelassen sind, zu erwerben, zu veräußern oder daraus abgeleitete Finanzinstrumente einzusetzen. Der beschriebene Personenkreis gehört damit zu den Sekundärinsidern.

Der Kreis der unter dem Straftatbestand des Ausnutzens von Insiderinformationen gem. Art. 154 FinfraG strafbaren Personen ist – wie gem. MMVO – nicht auf bestimmte Personen begrenzt (d.h. nicht nur auf Personen mit bestimmungsgemäßem Zugang zu Insiderinformationen oder Personen, die diese Informationen von solchen Personen als Tippnehmer mitgeteilt erhielten). Im Gegensatz zur Regelung unter MMVO gilt für Sekundärinsider in der Schweiz aber nur das Handelsverbot und nicht auch das Verbot der Weitergabe von Insiderinformationen bzw. der Abgabe einer Empfehlung.

4.2 Kursmanipulation

In der Schweiz stellt das Manipulieren von Kursen einen Straftatbestand dar.

Strafbar sind gem. Art. 155 FinfraG

- a) *die Verbreitung falscher oder irreführender Informationen wider besseren Wissens sowie*
- b) *die Käufe und Verkäufe von solchen Effekten, die beidseitig direkt oder indirekt auf Rechnung derselben Person oder zu diesem Zweck verbundener Personen erfolgen, sofern die betreffende Tätigkeit in der Absicht erfolgte, den Kurs von Effekten, die an einem Handelsplatz in der Schweiz zum Handel zugelassen sind, erheblich zu beeinflussen, um daraus für sich oder für einen anderen einen Vermögensvorteil zu erzielen.*



Im Vergleich zur MMVO ist der Anwendungsbereich somit enger, da Art. 155 FinfraG nur die Kursmanipulation von Effekten erfasst.

4.3 Sanktionen

Im Falle eines strafbaren Ausnutzens von Insiderinformationen gem. Art. 154 FinfraG kommen insbesondere folgende strafrechtliche Sanktionen in Betracht:



Strafe

- Primärinsider: Freiheitsstrafe bis zu 3 Jahren oder Geldstrafe
- Primärinsider, der einen Vermögensvorteil von mehr als CHF 1 Mio. erzielt hat: Freiheitsstrafe von bis zu 5 Jahren oder Geldstrafe
- Sekundärinsider: Freiheitsstrafe bis zu 1 Jahr oder Geldstrafe



Bußgeld gegen natürliche Personen

- Übrige natürliche Personen: bis zu CHF 10.000



Naming and Shaming

- Veröffentlichung des Urteils möglich

Abbildung 39: Strafrechtliche Sanktionen bei Ausnutzen von Insiderinformationen

Im Falle einer strafbaren Kursmanipulation gem. Art. 155 FinfraG kommen insbesondere folgende strafrechtliche Sanktionen in Betracht:

	<p>Strafe</p> <ul style="list-style-type: none"> • Freiheitsstrafe bis zu 3 Jahren oder Geldstrafe • Falls ein Vermögensvorteil von mehr als CHF 1 Mio. erzielt wurde: Freiheitsstrafe von bis zu 5 Jahren oder Geldstrafe
	<p>Bußgeld gegen natürliche Personen</p> <ul style="list-style-type: none"> • nicht anwendbar
	<p>Naming and Shaming</p> <ul style="list-style-type: none"> • Veröffentlichung des Urteils möglich

Abbildung 40: Strafrechtliche Sanktionen bei Kursmanipulation

5. Parteien unter prudentieller Aufsicht

5.1 Gewähr für einwandfreie Geschäftsführung

Marktteilnehmer, die unter prudentieller Aufsicht der FINMA stehen, haben im Rahmen der für sie geltenden Vorschriften zur Gewähr für eine einwandfreie Geschäftsführung die Verbote des Ausnutzens von Insiderinformationen und der Marktmanipulation nicht nur bezüglich den an einem Handelsplatz gehandelten Effekten einzuhalten. Vielmehr müssen sie Gleiches insbesondere auch bezüglich

-  a) der Emission von Effekten im Primärmarkt,
 b) des Handels mit Effekten und daraus abgeleiteter Finanzinstrumente an einem ausländischen Handelsplatz,
 c) der Handelstätigkeit mit Rohwaren, Devisen und Zinsen sowie
 d) Referenzwerten (Benchmarks wie bspw. der LIBOR) berücksichtigen.

Marktteilnehmer, die unter prudentieller Aufsicht der FINMA stehen, sind etwa Banken, Versicherungen, Effekthändler, Börsen, multilaterale Handelssysteme, Fondsleitungen, SICAV, SICAF, Kommanditgesellschaften für kollektive Kapitalanlagen, Depotbanken und Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen.

5.2 Organisationspflichten

Prudentiell beaufsichtigte Marktteilnehmer haben zudem gem. FINMA RS 2013/08 bestimmte Organisationspflichten einzuhalten. Diese verlangen bspw.



- a) die Einhaltung von „Chinese Walls“ zwischen Personen, die Kenntnis von Insiderinformationen haben, und den mit dem Handel der betreffenden Effekten betrauten Personen,
- b) das Führen einer „Watch List“ mit Angaben über die Insiderinformationen und die Informationsträger sowie einer „Restricted List“ mit Verboten und Beschränkungen bestimmter Aktivitäten, sowie
- c) die Aufzeichnung der im Handelsraum geführten Telefongespräche.

6. Ad-hoc-Publizität

6.1 Selbstregulierung

Die Vorschriften zur Ad-hoc-Publizität sind in der Schweiz nicht Gegenstand eines Gesetzes, sondern der Selbstregulierung der Handelsplätze überlassen. Nachfolgend wird die Regelung der SIX, des bedeutendsten Effekten-Handelsplatzes der Schweiz, dargestellt.

6.2 Anwendungsbereich

Die Bestimmungen der SIX zur Ad-hoc-Publizität finden auf alle Emittenten Anwendung, deren Effekten an der SIX kotiert sind und deren Gesellschaftssitz in der Schweiz ist. Dies umfasst somit auch Emittenten kotierter Anleihen, wobei dies in der Praxis für Emittenten, die keine Beteiligungspapiere kotiert haben, kaum von Relevanz ist.

Emittenten, deren Gesellschaftssitz nicht in der Schweiz ist, fallen dann in den Anwendungsbereich der Ad-hoc-Publizitätsvorschriften, wenn ihre Effekten an der SIX, nicht aber im Heimatstaat kotiert sind. Die Pflicht von Emittenten mit sekundärkotierten Beteiligungsrechten zur Veröffentlichung potenziell kursrelevanter Tatsachen richtet sich nach der Rechtsordnung des Marktes der Primärkotierung.

6.3 Potenziell kursrelevante Tatsachen

Die gem. Art. 53 f. Kotierungsreglement der SIX unter dem Begriff Ad-hoc-Publizität vorgesehene Informationspflicht betrifft potenziell kursrelevante Tatsachen, welche im Tätigkeitsbereich eines Emittenten eintreten. Als potenziell kursrelevant gelten Tatsachen, die nicht öffentlich bekannt sind und die (basierend auf einer ex ante-Betrachtungsweise) die Eignung aufweisen, zu einer erheblichen Kursänderung zu führen.

Generell können „Tatsachen, die geeignet sind, zu einer erheblichen Änderung der Kurse zu führen“, als Insiderinformationen im oben umschriebenen Sinn angesehen werden. SIX betrachtet gewisse Vorkommnisse aber als ad-hoc-pflichtig, auch wenn sie mit großer Wahrscheinlichkeit nicht zu einer erheblichen Kursänderung führen, wie z.B. der Ersatz des für Personalbelange zuständigen Geschäftsleitungsmitglieds. Der Emittent hat gem. SIX keinen Ermessensspielraum bei der Beurteilung der potenziellen Kursrelevanz von Veränderungen im Verwaltungsrat oder der Geschäftsleitung. Insbesondere wird nicht unterschieden, welche Funktion die betreffende Person innerhalb der Geschäftsleitung innehat; entscheidend ist gem. SIX einzig die Zugehörigkeit zum Gremium.

6.4 Informationsmodalitäten



Der Emittent informiert über ad-hoc-relevante Tatsachen, sobald er von der Tatsache in ihren wesentlichen Punkten Kenntnis hat. Die Information hat grundsätzlich über elektronische Informationssysteme und außerhalb der Handelszeiten zu erfolgen. Das ist in der Schweiz nicht anders als in der EU.



Im Unterschied zur Rechtslage in Deutschland ist in der Schweiz keine Vorab-Meldung an die FINMA als Aufsichtsbehörde vorgesehen, und eine Vorab-Meldung an die SIX als Effekten-Handelsplatz muss nur vorgenommen werden, falls eine Ad-hoc-Mitteilung während der Handelszeit oder weniger als 90 Minuten vor Beginn der Handelszeit publiziert wird. Eine solche Vorab-Information hat mindestens 90 Minuten vor der geplanten Publikation zu erfolgen. Für Ad-hoc-Mitteilungen, die außerhalb der Handelszeit und mehr als 90 Minuten vor Beginn der Handelszeit erfolgen, muss die SIX spätestens zeitgleich mit der Veröffentlichung informiert werden.



Die Ad-hoc-Mitteilung muss in Deutsch, Französisch oder Englisch abgefasst sein. Der Emittent hat zudem auf seiner Webseite einen Dienst zur Verfügung zu stellen, welcher es jedem Interessierten ermöglicht, über einen E-Mail-Verteiler kostenlos und zeitnah potenziell kursrelevante Tatsachen zugesandt zu erhalten (Push-System). Ad-hoc-Mitteilungen müssen überdies für zwei Jahre auf der Webseite des Emittenten abrufbar sein (Pull-System). Diese Frist ist damit kürzer als die fünfjährige Publikationsfrist gem. MMVO.

6.5 Aufschiebung der Bekanntgabe/Insiderlisten

Bei Vorliegen berechtigter Interessen und unter Wahrung der Vertraulichkeit kann der Emittent die Bekanntgabe einer kursrelevanten Tatsache aufschieben. Ein Aufschiebung ist nur zulässig, wenn die Tatsache auf einem Plan oder Entschluss des Emittenten beruht. Unzulässig ist der Aufschiebung somit bei Eintritt eines außergewöhnlichen Ereignisses, das seinen Ursprung nicht in einem eigenen Plan oder Entschluss hat, sondern das planwidrig eintritt. Dies gilt auch dann, wenn die Bekanntgabe der Tatsache berechnete Interessen des Emittenten beeinträchtigen könnte.

Bei einem Bekanntgabeaufschiebung hat der Emittent die umfassende Vertraulichkeit der Tatsache zu gewährleisten. Die Praxis der SIX, die allerdings nicht in Regularien festgehalten ist, besagt, dass der Emittent in einer solchen Situation die Anzahl der Informationsträger so gering wie möglich zu halten und den beschränkten Zugang zur vertraulichen Information sicherzustellen hat. Zudem erwartet SIX, dass von allen internen und externen Informationsträgern eigenhändig unterzeichnete Vertraulichkeitserklärungen eingefordert und Insiderlisten geführt werden. Einer Vertraulichkeitserklärung gleichgestellt sind Auszüge aus dem Protokoll von Sitzungen, wenn auf dem Auszug die Identität der Sitzungsteilnehmer und der Umstand, dass diese auf die Vertraulichkeit der Tatsache hingewiesen worden sind, entnommen werden kann. Vertraulichkeitserklärungen und Auszüge aus Sitzungsprotokollen sind vom Emittenten zentral an einer Stelle zu verwahren.

Tritt ein Informationsleck auf, ist der Markt umgehend zu informieren. Nicht erforderlich ist, dass der Emittent nach Veröffentlichung der potenziell kursrelevanten Tatsache die SIX oder eine andere Stelle über den Aufschub informiert bzw. ihr erläutert, inwieweit die Bedingungen für einen Aufschub erfüllt waren.

6.6 Sanktionen

Gegen Emittenten kommen gem. Art. 61 Abs. 1 KR wegen Verletzung der Pflicht, eine Ad-hoc-Mitteilung zu veröffentlichen, insbesondere nachstehende Sanktionen in Betracht. Diese Sanktionen können kumulativ ausgesprochen werden. Anders als in Deutschland erfolgt die Sanktionierung in der Schweiz durch die SIX und nicht durch Behörden. Die SIX führt Verfahren gem. ihrer Verfahrensordnung durch und verhängt die Sanktionen selbst:



Strafe

- Verweis
- Sistierung des Handels
- Dekotierung oder Umteilung unter einen anderen regulatorischen Standard
- Ausschluss von weiteren Kotierungen



Bußgeld gegen natürliche Personen

- bis CHF 1 Mio. bei Fahrlässigkeit
- bis CHF 10 Mio. bei Vorsatz



Naming and Shaming

- Veröffentlichung auf der Webseite der SIX nach Rechtskraft
„In der Regel“ in anonymisierter Form

Abbildung 41: Sanktionen bei Verstoß gegen Ad-hoc-Publizität

7. Directors' Dealings/Management-Transaktionen

7.1 Selbstregulierung

Wie der Erlass von Vorschriften zur Ad-hoc-Publizität nicht Gegenstand eines Gesetzes ist, sind auch die Vorschriften zu Management-Transaktionen in der Schweiz Teil der Selbstregulierung der Handelsplätze. Nachfolgend wird die Regelung der SIX dargestellt.

7.2 Adressaten der Meldepflicht

Nach Art. 56 KR haben Emittenten, deren Beteiligungsrechte an SIX primärkotiert sind, dafür zu sorgen, dass die Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung Transaktionen mit Beteiligungsrechten des Emittenten oder damit verbundenen Finanzinstrumenten melden.



Anders als in der EU trifft die Meldepflicht formell nicht die Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung, sondern, mangels direkter Rechtsbeziehung der SIX zu diesen, den Emittenten.

SIX schreibt den Emittenten vor, welche Regeln sie intern aufzustellen haben, damit die Meldepflicht zu Management-Transaktionen erfüllt werden kann. So hat der Emittent ein internes Reglement zu erstellen, die meldepflichtigen Personen zu instruieren und sie regelmäßig an die Meldepflichten zu erinnern. Bei Pflichtverletzungen hat der Emittent gegen meldepflichtige Personen Sanktionen zu ergreifen.

Meldepflichtig ist eine solche Person dann, wenn die Transaktion ihr Vermögen direkt oder indirekt betrifft. Zudem sind Transaktionen juristischer und natürlicher, nahestehender Personen oder Personengesellschaften und treuhänderisch tätiger Einrichtungen meldepflichtig, die unter maßgeblichem Einfluss einer meldepflichtigen Person getätigt werden. Diese Drittpersonen unterstehen aber ihrerseits keiner Meldepflicht. Anders als in der MMVO sind Emittenten nicht verpflichtet, eine Liste der Personen zu führen, deren Geschäfte meldepflichtig sind.

7.3 Meldepflichtige Transaktionen

Das Kotierungsreglement der Schweiz sieht eine Meldepflicht für bestimmte Management-Transaktionen vor.

Gegenstand der Meldepflicht sind

- a) *Aktien oder aktienähnliche Anteile des Emittenten,*
- b) *Wandel-, Erwerbs- sowie Veräußerungsrechte, die eine Realerfüllung mit Rechten nach Ziff. 1, oder Wandel-, Erwerbs-, oder Veräußerungsrechte des Emittenten vorsehen oder zulassen, und*
- c) *Finanzinstrumente, die einen Barausgleich vorsehen oder zulassen sowie weitere Differenzgeschäfte, deren Wertentwicklung von Rechten nach Ziff. 1 oder 2 abhängig sind.*



Finanzinstrumente nach Ziff. 3, deren Wertentwicklung zu weniger als einem Drittel von der Kursentwicklung von Rechten nach Ziff. 1 und 2 abhängig sind, unterliegen nicht der Meldepflicht.

Der Meldepflicht unterstehen der Erwerb, die Veräußerung und das Einräumen (Schreiben) von Rechten gem. vorstehender Aufzählung.

Nicht meldepflichtig sind Verpfändungen, Nutznießungen, Wertpapierleihen, Erbschaften, Schenkungen und güterrechtliche Auseinandersetzungen sowie gewisse Transaktionen mit Entschädigungsfunktion. Ebenso unterliegen Transaktionen eines Emittenten in seinen Beteiligungsrechten oder damit verbundenen Finanzinstrumenten nicht der Meldepflicht. Nicht meldepflichtig sind zudem Transaktionen mit Schuldtiteln. Damit ist die Definition meldepflichtiger Transaktionen enger ausgestaltet als in der MMVO.

7.4 Meldemodalitäten



Die Meldung erfolgt durch das betroffene Mitglied des Verwaltungsrats bzw. der Geschäftsleitung bis spätestens am zweiten Börsentag nach Abschluss des Verpflichtungsgeschäfts oder, bei Börsengeschäften, nach Ausführung der Transaktion, an den Emittenten. Diese Frist ist damit kürzer als die Meldefrist von drei Werktagen gem. der MMVO.

Der Emittent publiziert die Meldung innerhalb von drei Börsentagen nach deren Erhalt über die web-basierte Meldeplattform von SIX, welche die Meldung ohne Namensnennung, jedoch unter Angabe der entsprechenden Funktion der meldepflichtigen Person, auf ihrer Webseite veröffentlicht.

7.5 Closed Periods



Weder das Gesetz noch die SIX-Regulierungen sehen für Mitglieder in Führungsfunktionen Closed Periods im Sinne von Handelsverboten vor gewissen Ereignissen vor.

7.6 Sanktionen

Es gilt für Management-Transaktionen das gleiche Sanktionsregime wie bei der Ad-hoc-Publizität. Es kommen insbesondere folgende Sanktionen in Betracht:



Strafe

- Verweis
- Sistierung des Handels
- Dekotierung oder Umteilung unter einen anderen regulatorischen Standard
- Ausschluss von weiteren Kotierungen



Bußgeld gegen natürliche Personen

- bis CHF 1 Mio. bei Fahrlässigkeit
- bis CHF 10 Mio. bei Vorsatz



Naming and Shaming

- Veröffentlichung auf der Webseite der SIX nach Rechtskraft
„in der Regel“ in anonymisierter Form

Abbildung 42: Sanktionen bei Verstoß gegen Meldepflicht von Management-Transaktionen

8. Fazit und Ausblick

Viele Regelungen im neuen EU-Marktmissbrauchsrecht sind aus den bisher allein geltenden nationalen Gesetzen bekannt. Die MMVO enthält nur wenig vollständig neue Materie. Im Detail haben sich jedoch eine Vielzahl von Neuerungen ergeben. Es erfordert eine besondere Sensibilität, um im Altbekannten die teils scharfen Schwerter der Neuerungen zu erkennen. Die enorme Regelungskomplexität inkl. der Verzögerung der MiFID II/MiFIR-Umsetzung erschwert dies zusätzlich. Hinzu kommt, dass der Anwendungsbereich ausgedehnt wurde und nun auch das Segment Freiverkehr in Deutschland trifft. Der Begriff des „geregelten Markts“ und MTF im EU-Sinn findet aber auch in der Schweiz Anwendung.

Darüber hinaus sind bei der Verabschiedung der europäischen Gesetze viele Ungenauigkeiten und Übersetzungsfehler unterlaufen. Weitere Änderungen der gesetzlichen Grundlagen sind daher zu erwarten.

Eine Verwaltungspraxis der BaFin kann sich naturgemäß erst im Laufe der Zeit entwickeln, sodass Hinweise zur Umsetzung somit nur schrittweise gegeben werden können. Zudem nehmen die verschiedenen nationalen Aufsichtsbehörden teilweise eine unterschiedliche Auslegung der Regelungen vor.

Die BaFin veröffentlicht bspw. ausschließlich sog. FAQ zu den Themengebieten Ad-hoc-Publizität, Insiderliste und Eigengeschäfte von Führungspersonen. Die Überarbeitung des Emittentenleitfadens ist zwar geplant, wird aber voraussichtlich erst in der zweiten Jahreshälfte 2017 stattfinden. Die österreichische FMA hat den Emittentenleitfaden mit Inkrafttreten der MMVO für ungültig erklärt, sich überdies aber nicht geäußert, wann und ob es eine Überarbeitung geben wird. Im Vereinigten Königreich gab es ein sehr detailliertes Marktmissbrauchsrecht bereits vor den Bemühungen der EU, und dort ist vieles weitaus strenger geregelt. In der Schweiz hingegen sind sowohl Ad-hoc-Publizität, die Klassifizierung einer Insiderinformation, der Themenkomplex Insiderlisten, aber auch DD-Meldungen wesentlich weicher gestaltet als durch die MMVO.

Wie die Ungenauigkeiten und Übersetzungsfehler sind auch die Herangehensweisen unterschiedlich. Das ist vor allem mit Blick auf die drastisch erhöhten Sanktionsmöglichkeiten aus Unternehmenssicht misslich. Die BaFin geht bereits jetzt von einer deutlichen Ausweitung möglicher Geldbußen aus. So soll bei der üblichen Trias für die Geldbußenbemessung (bei Verstößen gegen die Ad-hoc-Publizität jeweils bis zu EUR 2,5 Mio., des Dreifachen aus dem Verstoß gezogenen Vorteils oder 2% des Konzernumsatzes) stets der höchste Wert dieser Trias als Bemessungsgrundlage herangezogen werden. Als Beispiel bildet die BaFin den Fall eines Emittenten mit 10 Mrd. Euro (Konzern-)Umsatz: Hier reiche der Bußgeldrahmen bis zu EUR 200 Mio. Sanktionen in der Schweiz sind dort noch aufgeschlüsselt nach Primär- und Sekundärinsider, ähnlich zum WPHG a.F.

Das Thema Whistleblowing ist hingegen sehr unterschiedlich geregelt. In EU-Ländern ist sowohl der Zeitpunkt als auch die Art und Weise der Umsetzung verschieden. In Deutschland wurde das Einrichten, resultierend aus der MMVO, im Juli 2016 bekannt gegeben. In Österreich besteht eine nun gebündelte Stelle seit 2014. Zudem ist die Art und Weise der Umsetzung ähnlich. Alle Hinweise werden direkt veröffentlicht, auch Einsprüche. Im Vereinigten Königreich gibt es eine allgemeine Stelle, allerdings werden hier die Daten vertraulich behandelt und anonym geführt.

Einigkeit besteht bei dem Themenkomplex MMVO-spezifische Compliance. Er ist sowohl in Österreich, der Schweiz als auch im Vereinigten Königreich umfassend geregelt, stammt allerdings für jene nichtfinanzielle Gegenparteien nicht aus der Finanzmarktaufsicht, sondern aus diversen nationalen Gesetzen. In Deutschland wird dies auf Vorstandspflichten bei der Aktiengesellschaft gestützt und ist nicht ausdrücklich gesetzlich geregelt.

Die genannten Beispiele zeigen, dass die wesentlichen Aspekte gesetzlich geregelt sind, aber in der Umsetzung im Detail noch viele Fragen offen sind. Die kommenden Jahre werden zeigen, wie die neue Gesetzgebung Einfluss auf Märkte und Emittenten haben wird. Sicher ist, dass sie einen enormen Verwaltungsaufwand darstellt und interne Prozesse festgelegt sein müssen, um zu jedem Zeitpunkt alle Prozesse, Handlungen und Abläufe nachweisen zu können.

Um Ihnen die künftig zu erwartenden Klärungen im Marktmissbrauchsrecht zu erläutern, planen wir bereits jetzt die Veröffentlichung einer aktualisierten Auflage in der zweiten Jahreshälfte 2017. Die aktuellen Entwicklungen in Deutschland einschließlich der verschiedenen Rechtsquellen hierzu finden Sie unter www.allenoverly.com/marktmissbrauch. Auch auf der Webseite vom DIRK – Deutscher Investor Relations Verband werden aktuelle Informationen rund um die MMVO unter www.dirk.org eingestellt.

Schlagwortverzeichnis

Ad-hoc-Komitee	16, 17
Ad-hoc-Pflicht	15, 23, 90
Anleihe	67, 103, 127
Aufsichtsrat	18, 33, 42, 54, 99, 100
Belehrung	38, 54, 56, 58, 59
Buy Side	72
Chinese Walls	65, 127
Cleansing	73, 75, 77
Daimler/Geltl-Entscheidung (Schremp-Urteil)	13, 14
Doppelmandat	30
Due Diligence	66
Einmal belehrt, immer belehrt	58
empfangender Marktteilnehmer	71
Erfindungen	15, 18
Finanzkalender	40
Fusion	17, 120
gemeinnützige Gesellschaft	30
Gerücht	16, 19, 20, 27, 79, 119, 121
Hauptversammlung	18
Identifikationsnummer	48, 49, 51
Jedermann-Delikt	61, 70, 78
Kurserheblichkeit	14
Lafonta	13, 14
Legal Entity Identifier-Code	35, 44
Liste der Meldepflichtigen	30, 31, 44
Listenführungspflichtiger	55
Market Maker	64, 65, 70
Meldeschwelle	31
MiFID II	23, 65, 132
Need-to-know-Prinzip	65
Netting	31
No Comment Policy	20, 27
offenlegender Marktteilnehmer	71, 77
One Voice Policy	19
organisiertes Handelssystem	118
Prime Standard	24
Probability/Magnitude-Formel	13, 14, 27
Proportionalitätsprinzip	76
prudentiell	107, 119, 126

Quartalsmitteilung	41
Roadshow	19
Sell Side	72
Sounding Lists	75
Vorabkennntmachung	40
Wall Crossing	74
Werktag	33, 34, 44, 131
Whistleblowing	85, 89, 109, 110, 133
zulässige Marktpraxis	81, 82, 84

Abkürzungs-/Übersetzungsverzeichnis

Deutscher Begriff	Abkürzung	Englischer Begriff	Abkürzung
Alternativer Investmentfond	AIF	Alternative Investment Fund	
Alternative Leistungskennzahlen		Alternative Performance Measures	APM
Benchmark-Verordnung		Benchmark Regulation	BMR
Börsenordnung	BörsO	Stock Exchange Rules	
Durchführungsverordnung	DVO	Implementing Regulation	
Delegierte Verordnung	Del. VO	Delegated Regulation	
		Due Diligence	DD
Eigengeschäfte von Führungskräften		Directors' Dealings Managers' Transactions	DD
Empfangender Marktteilnehmer		Person receiving the Market Sounding	MSR
Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Richtlinie 2014/57/EU)		Directive on criminal sanctions for insider dealing and market manipulation (Directive 2014/57/EU)	CSMAD
Europäischer Gerichtshof	EuGH	European Court of Justice	CJEU
Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde		European Securities and Markets Authority	ESMA
Finanzinstrumente	FI	Financial Instruments	
Frankfurter Wertpapierbörse	FWB	Frankfurt Stock Exchange	
Geschlossener Zeitraum		Closed Period	
Gesellschaft mit beschränkter Haftung	GmbH	Limited Liability Company	llc
Gewinn vor Zinsen und Steuern		Earnings Before Interest and Taxes	EBIT
Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen auf Sachanlagen und Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände		Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization	EBITDA
Kapitalmarkt-Compliance			
Kaufseite		Buy Side	
Koordinierte Weltzeit		Coordinated Universal Time	UTC

Deutscher Begriff	Abkürzung	Englischer Begriff	Abkürzung
Marktmissbrauchsrichtlinie		Market Abuse Directive	MAD
Marktmissbrauchsverordnung	MMVO	Market Abuse Regulation	MAR
Marktsondierung		Market Sounding	
Multilaterales Handelssystem	MTF	Multilateral Trading Facility	MTF
Offenlegender Marktteilnehmer		Disclosing Market Participant	DMP
Organisiertes Handelssystem	OTF	Organised Trading Facility	OTF
Organismus für gemeinsame Anlagen	OGA		
Rechtsträger-Kennung		Legal-Entity-Identifier-Code	LEI
Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente	MiFID	Markets in Financial Instruments Directive	MiFID
Verkaufsseite		Sell Side	
Wertpapierhandelsgesetz	WpHG	Securities Trading Act	
Wertpapier-Mitteilungen	WM	National Numbering Agency	NNA

Zuständige Aufsichtsbehörden für Marktmissbrauch

Staat	Abkürzung	Name	Link	Internationale Bezeichnung
Belgien	FSMA	Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten/Autorité des services et marchés financiers	www.fsma.be	Financial Services and Markets Authority
Bulgarien	FSC	Комисия за финансов надзор	www.fsc.bg/bg	Financial Supervision Commission
Dänemark		Finanstilsynet	www.finanstilsynet.dk	Financial Supervisory Authority
Deutschland	BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht	www.bafin.de	Federal Financial Supervisory Authority
Estland	FI	Finantsinspektsioon	www.fi.ee	Financial Supervision Authority
Finnland		Finanssivalvonta	www.finanssivalvonta.fi	Financial Supervisory Authority
Frankreich	AMF	Autorité des Marchés Financiers (AMF)	www.amf-france.org/	
Griechenland	HCMC	Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς	www.hcmc.gr/	Hellenic Capital Market Commission
Irland		Central Bank of Ireland	www.central-bank.ie/	
Island	FME	Fjármálaeftirlitið	www.fme.is/	Financial Supervisory Authority Iceland
Italien	CONSOB	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa	www.consob.it	The Italian Companies and Stock Exchange Commission
Kroatien	HANFA	Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga	www.hanfa.hr/ https://www.hanfa.hr	Croatian Financial Services Supervisory Agency
Lettland	FKTK	Finanšu un kapitāla tirgus komisija	www.fktk.lv/	Financial and Capital Market Commission
Liechtenstein	FMA	Finanzmarktaufsicht Liechtenstein	www.fma.li.li	Financial Market Authority
Litauen	LB	Lietuvos bankas Eurosisistema	www.lb.lt	Central Bank of the Republic of Lithuania
Luxemburg	CSSF	Commission de Surveillance du Secteur Financier	www.cssf.lu	Commission for the Supervision of the Financial sector

Staat	Abkürzung	Name	Link	Internationale Bezeichnung
Malta	MFSA	Awtorita' ghas-Servizzi Finanzjari ta' Malta	www.mfsa.com.mt	Malta Financial Services Authority
Niederlande	AFM	Autoriteit Financiële Markten	www.afm.nl	Netherlands Authority for the Financial Markets
Norwegen		Finanstilsynet	www.finanstilsynet.no/	Financial Supervisory Authority of Norway
Österreich	FMA	Finanzmarktaufsicht	www.fma.gv.at	Financial Market Supervision
Polen	KNF	Komisja Nadzoru Finansowego	www.knf.gov.pl	Polish Financial Supervision Authority
Portugal	CMVA	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários	www.cmv.m.pt/	Portuguese Securities Market Commission
Rumänien	ASF	Autoritatea de Supraveghere Financiară	asfromania.ro/	Financial Supervisory Authority
Schweden	FI	Finansinspektionen	www.fi.se/	
Schweiz	FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht/Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers/Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari	www.finma.ch	Swiss Financial Market Supervisory Authority
Slowakei	NBS	Národná banka Slovenska Eurosystem	www.nbs.sk/	National Bank of Slovakia
Slowenien	A-TVP	Agencija za trg vrednostnih papirjev	www.a-tvp.si/	Securities Market Agency
Spanien	CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores)	cnmv.es/	Spain's National Securities Market Commission
Tschechien	CNB	Česká národní banka	www.cnb.cz/	Czech National Bank
Ungarn	MNB	Magyar Nemzeti Bank	www.mnb.hu	Central Bank of Hungary
Vereinigtes Königreich	FCA	Financial Conduct Authority	www.fca.org.uk	
Zypern	CYSEC	Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς	cysec.gov.cy/	Cyprus Securities And Exchange Commission

Zu den Autoren

Dr. Marcus Benes



Dr. Marcus Benes ist Partner bei Eisenberger & Herzog Wien und ist Co-Head sowohl der Praxisgruppe Bank- und Finanzrecht als auch der Praxisgruppe Restrukturierung. Zu seinen Tätigkeitsschwerpunkten zählen seit nunmehr 20 Jahren die Rechtsberatung zu Derivaten, dem Strukturieren von Finanzprodukten und Restrukturierungen von Kapitalmarktprodukten. Dr. Marcus Benes hat an der University of Pennsylvania Law School (LL.M. 1995) und Wharton School (MBA 2001) studiert und kombiniert ein starkes Verständnis von Finanzprodukten mit juristischer Expertise.

Katharina Ariane Beyersdorfer



Katharina Ariane Beyersdorfer ist Senior Manager Stakeholder Relations & Strategie beim DIRK – Deutscher Investor Relations Verband. Sie studierte Betriebswirtschaftslehre in Frankfurt und Valencia. Ihre berufliche Laufbahn begann sie bei Sal. Oppenheim im Bereich Equity Sales und bei Fresenius Medical Care in der Abteilung Investor Relations. Schwerpunkte ihrer Arbeit beim DIRK liegen in der Kommunikation mit sämtlichen Anspruchsgruppen (on- und offline), in der Gremienarbeit sowie der Weiterentwicklung des Verbands und im Bereich Nachhaltigkeit. Zudem publiziert, moderiert und doziert sie regelmäßig.

Dr. Olivier Favre

Dr. Olivier Favre ist Partner bei Schellenberg Wittmer AG in Zürich. Seine Tätigkeitsschwerpunkte sind die Rechtsberatung zu Derivaten sowie zu Structured Finance- und Kapitalmarkt-Transaktionen. Er berät Klienten zudem zu Fragen der Finanzmarkt-, Effekten-, Rohwarenhandels-, Fonds- und Versicherungsregulierung. Er ist ein anerkannter Vertreter bei der SIX Swiss Exchange. Dr. Olivier Favre war von 2004 bis 2007 bei Allen & Overy LLP in London in der Derivatives Practise Group tätig und war von 2007 bis 2009 Legal Counsel bei Goldman Sachs International in London. Er hat an der Universität Zürich (lic. iur. 1998 und Dr. iur. 2003) und an der Harvard Law School (LL.M. 2004) studiert.

Michael Huertas

Michael Huertas, Solicitor (England & Wales, Irland), ist derzeit als Associate in der Praxis für internationales Kapitalmarktrecht im Frankfurter Büro der Allen & Overy LLP tätig. Der Fokus seiner Praxis liegt in der Beratung von Finanzmarktteilnehmern und alternativen Investmentfonds zu strukturierten Finanzierungen, Derivaten und der Finanzdienstleistungsaufsicht. Seine finanzaufsichtsrechtliche Praxis befasst sich besonders mit Fragen zur EU-Bankenunion, Kapitalmarktunion und zu sonstigen Themen der europäischen Aufsichtsbehörden sowie zu verschiedenen Finanzmarktinfrastruktur-, Verwahrungs- und Sicherheiten-Angelegenheiten. Von September 2014 bis Ende September 2015 absolvierte Herr Huertas ein Secondment bei der Europäischen Zentralbank. Herr Huertas ist Mitglied des Allen & Overy's Eurozone-Teams und des in Frankfurt basierten Banking Union Monitoring Centre.

Dr. Martin Lanz

Dr. Martin Lanz ist Partner bei Schellenberg Wittmer AG und leitet das Banking & Finance-Team des Zürcher Büros. Er ist spezialisiert auf Kapitalmarkttransaktionen und die Beratung von Banken in finanzregulatorischen Belangen, insbesondere Kapitalvorschriften und strukturelle sowie Organisationsaspekte betreffend. Er ist ein anerkannter Vertreter bei der SIX Swiss Exchange. Von 1984 – 1991 erwarb Martin Lanz Erfahrung in der Rechtsabteilung des Kapitalmarktbereichs des Schweizerischen Bankvereins (heute UBS Investment Banking) in Zürich und in London. Nach einer Tätigkeit bei Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP in New York stieß er 1991 zu Schellenberg Wittmer AG und wurde 1995 Partner.

Kai Schaffelhuber

Kai Schaffelhuber, Rechtsanwalt, ist Partner bei Allen & Overy LLP. Er hat umfassende Erfahrung in der Beratung zu internationalen und nationalen Kapitalmarkttransaktionen. Der Schwerpunkt seiner Beratungstätigkeit liegt im Bank-, Wertpapier- und Versicherungsaufsichtsrecht, bei strukturierten Produkten und Derivaten (sowohl im institutionellen als auch im Geschäftskunden- und Retail-Bereich), in Restrukturierungen und Insolvenzen sowie M&A-Transaktionen in der Kreditwirtschaft. In diesen Bereichen verfügt er auch über umfangreiche Erfahrung in der Streitbeilegung und Prozessführung.

Mag. Ulrike Sehrschn

Mag. Ulrike Sehrschn ist Partnerin bei Eisenberger & Herzog und ist Co-Head der Praxisgruppe Öffentliches Recht. Zu ihren Tätigkeitsschwerpunkten gehören regulatorische Fragestellungen, insbesondere in hochregulierten Sektoren wie dem Bank- und Finanzbereich. Nach Abschluss ihres rechtswissenschaftlichen Studiums an der Universität Graz und Nottingham Trent University (LL.M. 2011) war sie vor ihrem Eintritt bei Eisenberger & Herzog in einer Interessensvertretung, der Bundesbeschaffung GmbH sowie in renommierten Wirtschaftskanzleien tätig.

Dr. Katharina Stüber

Dr. Katharina Stüber ist Senior Associate und seit 2012 im Corporate Team von Allen & Overy LLP tätig. Nach ihrem Studium der Betriebswirtschaftslehre und Rechtswissenschaft ist sie seit 2006 als Rechtsanwältin im Gesellschaftsrecht tätig. Ihr Schwerpunkt liegt in der Beratung zu aktien- und kapitalmarktrechtlichen Fragen von insbesondere im DAX und MDAX notierten Gesellschaften, die sie auch bei streitigen Verfahren begleitet. Sie hält regelmäßig Vorträge und publiziert insbesondere zu neuen Rechtsentwicklungen wie z. B. der gesetzlichen Frauenquote und der Marktmissbrauchsverordnung. So zeichnet sie auch in diesem Guide für die deutsche Perspektive verantwortlich.

Impressum

Herausgeber: DIRK – Deutscher Investor Relations Verband

Gestaltung und Satz: Ligaturas, Berlin

Lektorat: Claudia Schulz, Hamburg

Alle Rechte, einschließlich der Übersetzung in Fremdsprachen, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (Druck, Photokopie, Mikrofilm, CD, Internet oder einem anderen Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung des Herausgebers reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

ISBN: 978-3-9816831-6-5

1. Auflage Januar 2017

DIRK – Deutscher Investor Relations Verband

Reuterweg 81 | 60323 Frankfurt am Main

T +49(0)69.9590.9490

F +49(0)69.9590.94999

info@dirk.org | www.dirk.org