

# Update Marktmissbrauchsrecht und Transparenzrichtlinie

– Hintergründe, praktische Konsequenzen, Ausblick –

Dr. Ulrike Binder

Februar 2014

# Gliederung

## **I. Das neue Marktmissbrauchsrecht**

1. Einleitung
2. Wirkung
3. Anwendungsbereich
4. Insiderinformationen
5. Verbotene Insider-Geschäfte, Art. 7, 7b, 9 MAR
6. Nutzung von Insiderinformationen und rechtmäßiges Verhalten nach Art. 7a MAR

# Gliederung

7. Market Sounding, Art. 7c MAR
8. Ad-hoc-Publizität, Art. 12 MAR
9. Directors' Dealing, Art. 14 MAR
10. Verbot von Marktmanipulationen, Art. 8 MAR
11. Verwaltungssanktionen, Art. 26 MAR
12. CRIM-MAD
13. Fazit/Ausblick

# Gliederung

## **II. Änderungen der Transparenzrichtlinie**

1. Einleitung
2. Vereinfachung der Finanzberichterstattung
3. Änderungen bei Beteiligungspublizität
4. Acting in Concert
5. Meldepflichten für Finanzinstrumente
6. Sanktionen

# I. DAS NEUE MARKT- MISSBRAUCHSRECHT

# 1. Einleitung

## Aktuell

- Richtlinie 2003/6/EG über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Market Abuse Directive - MAD) (nebst Durchführungsrichtlinien und -verordnungen)
- WpHG

## Künftig

- Verordnung über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Market Abuse Regulation - MAR)
- Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen für Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (CRIM-MAD)

## 2. Wirkung

- Erstmals einheitliche und unmittelbar anwendbare europäische Verordnung zum Marktmissbrauch
  - Verordnung ist in allen Mitgliedstaaten unmittelbar anwendbar und bedarf im Gegensatz zur Richtlinie keiner Umsetzung in nationales Recht
  - Vereinheitlichung anstelle von (Teil-)Harmonisierung
- Ablösung der §§ 12-16b, 20a, 34b WpHG
- Hauptanliegen: Marktintegrität und Anlegerschutz
- Erweiterter Anwendungsbereich
- Umsetzung von EuGH-Rechtsprechung (Spector Photo, Geltl)
- Härtere Sanktionen

### 3. Anwendungsbereich

- Regelungsgegenstand, Art. 1 MAR:
  - Insider-Geschäfte
  - Missbrauch von Insiderinformationen
  - Marktmanipulation
- Marktplätze, Art. 2 Abs. 1 MAR (Begriffsbestimmungen nach MiFIR, Art. 5 Nr. 2, 3, 4 MAR):
  - Geregelter Markt
  - MTF (z.B. Turquoise in London)
  - OTF (z.B. dt. Freiverkehr, der aber teilweise bereits vom WpHG erfasst ist)



### 3. Anwendungsbereich

- Finanzinstrumente, Art. 2 Abs. 1, 3 MAR  
(Begriffsbestimmung nach MiFID II, Art. 5 Nr. 1 MAR):
  - Finanzinstrumente, die an vorgenannten Marktplätzen gehandelt werden
  - Finanzinstrumente, für die ein Antrag auf Zulassung zum Handel auf einem geregelten Markt oder in einem MTF gestellt wurde
  - Derivate, deren Kurs oder Wert von einem dieser Finanzinstrument abhängt (z.B. Kreditausfall-Swaps, Differenzkontrakte)
  - Emissionszertifikate
  - Waren-Spot-Kontrakte und auf diese bezogene Derivate, soweit der Tatbestand der Marktmanipulation betroffen ist

## 4. Insiderinformationen

- Begriff der Insiderinformation unverändert (aber präzisiert), Art. 6 MAR
- EuGH-Rspr. (Daimler/Geltl) reflektiert: auch Zwischenschritte können Insiderinformationen sein,  
→ aber: keine Definition des Zwischenschritts
- Weiterhin einheitliche Anknüpfung für
  - Beginn des Verbots des Insiderhandels und
  - Auslösen der Ad-hoc-Publizitätspflicht  
→ keine „Insiderinformation light“

## 5. Verbotene Insider-Geschäfte, Art. 7, 7b, 9 MAR

- Erwerb oder Veräußerung von Finanzinstrumenten für eigene oder fremde Rechnung unter Nutzung einer Insiderinformation (Vollendung und Versuch)
  - Auch: Stornierung oder Änderung eines vor Erlangung der Information erteilten Auftrags
- Empfehlung oder Verleiten zu einem Insider-Geschäft
- Nutzung der Empfehlung oder Verleitung, wenn der Adressat weiß oder wissen sollte, dass diese auf einer Insiderinformation beruht
- Offenlegung von Insiderinformationen gegenüber Dritten außerhalb der beruflichen oder geschäftlichen Aufgabenerfüllung

## 6. Nutzung von Insiderinformationen und rechtmäßiges Verhalten nach Art. 7a MAR

- Nutzung der Insiderinformation wird nach EuGH/ Spector Photo vermutet bei Personen, die Insider sind (Erwägungsgründe 16b+c)
- Davon bestehen nach Art. 7a MAR Ausnahmen:
  - Sicherstellung der Vertraulichkeit innerhalb von jur. Personen: Person, die Handelsentscheidung trifft, hat keinen Zugang zu Insiderinformationen
  - Market-Making
  - Handeln als Gegenpartei
  - Ausführen von Aufträgen für Dritte
  - Erfüllung von fällig gewordenen Verpflichtungen
  - Umsetzung des eigenen Erwerbsentschlusses

## 6. Nutzung von Insiderinformationen und rechtmäßiges Verhalten nach Art. 7a MAR

- Bei öffentlichen Übernahmen: keine Vermutung für Insiderhandel, wenn ab Zeitpunkt der Annahme des Angebots sämtliche Insiderinformationen öffentlich sind
  - Nutzung einer Insiderinformation zum Stakebuilding bleibt verboten
- Nicht erwähnt: Face-to-Face-Geschäfte unter Parteien mit gleichem Kenntnisstand

## 7. Market Sounding, Art. 7c MAR

- Safe-Harbor-Regelung für die Weitergabe von Insiderinformationen zur Ermittlung des Investoreninteresses vor Ankündigung einer Transaktion (Ausnahme vom Verbot der Offenlegung)
  - Durch bestimmte Marktakteure
  - Marktakteur muss prüfen, ob es sich um Insiderinformationen handelt und dies dokumentieren
  - Zustimmung des Empfängers zum Erhalt von Insiderinformationen ist einzuholen

## 7. Market Sounding, Art. 7c MAR

- Umfassende Information der Empfänger:
  - Aufklärung über Insiderverbote
  - Verpflichtung des Empfängers zur Vertraulichkeit
  - Mitteilung, wenn Eigenschaft als Insiderinformation entfällt
- Umfassende Dokumentationspflichten, Dokumentation ist der BaFin auf Anfrage zu überlassen
- Eigene Prüfungspflicht des Empfängers der Information
- Market Sounding auch möglich bei Übernahmeangeboten
- Ausführung wird noch durch Kommission und ESMA erfolgen (Discussion Paper ESMA/2013/1649 konnte kommentiert werden bis 27. Januar 2014)

## 8. Ad-hoc-Publizität, Art. 12 MAR

- Emittent muss jede Insiderinformation, die ihn unmittelbar betrifft, so bald wie möglich veröffentlichen
- Geltung für geregelten Markt und für Emittenten, die Zulassung zum Handel in einem MTF/OTF erhalten haben (bzw. im MTF bereits ab Antrag)
- Aufschiebung der Veröffentlichung mittels Selbstbefreiung weiterhin möglich
- Behördliche Befreiung zur Wahrung der Stabilität des Finanzsystems



## 9. Directors' Dealings, Art. 14 MAR

- Meldepflicht für Eigengeschäfte (inklusive Wertpapierleihe und Verpfändung) mit Finanzinstrumenten des Emittenten für
  - Führungskräfte und
  - mit Führungskräften in enger Beziehung stehende Personen
  - Gesellschaften, bei denen Führungskräfte oder mit diesen in enger Beziehung stehende Personen Führungsaufgaben wahrnehmen, die von einer solche Person kontrolliert werden oder deren wirtschaftliche Interessen denen einer solchen Person weitgehend entsprechen

## 9. Directors' Dealings, Art. 14 MAR

- Binnen drei Geschäftstagen zu melden und vom Emittenten zu veröffentlichen
- Emittenten müssen eine Liste aller Personen führen, die in den Anwendungsbereich der Meldepflicht fallen und Führungskräfte über ihre Pflichten belehren
- Führungskräfte müssen die ihnen nahestehenden Personen über deren Pflichten belehren
- Erfasst werden alle Transaktionen ab EUR 5.000 p.a. (BaFin kann die Schwelle auf EUR 20.000 p.a. anheben)

## 9. Directors' Dealings, Art. 14 MAR

- Sperrfrist: Führungskräfte dürfen während eines Zeitraums von 30 Kalendertagen vor Ankündigung eines Zwischenberichts oder Jahresabschlusses bis zu dessen Veröffentlichung keine Eigengeschäfte und keine Geschäften für Dritte vornehmen, weder direkt noch indirekt

## 10. Verbot von Marktmanipulationen, Art. 8 MAR

- Tatbestände
  - Handelsgestützte Manipulation, Art. 8 Abs. 1 lit. a)-b) MAR
  - Informationsgestützte Manipulation, Art. 8 Abs. 1 lit. c)-d) MAR
  - Weiter Tatbestand der „anderen/sonstigen Handlung“
  - Verbot nicht nur der Preiseinwirkung, sondern bereits des Aussendens falscher oder irreführender Signale
  - Sondertatbestände für Indexmanipulation (LIBOR-Skandal)
  - Algorithmischer Handel (Hochfrequenzhandel) ohne echte Handelsabsicht als Regelbeispiel für Marktmanipulation, Art. 8 Abs. 3 lit. c) MAR

## 10. Verbot von Marktmanipulationen, Art. 8 MAR

- Versuchsstrafbarkeit, Art. 10 MAR
- Ausnahmen
  - In einem Mitgliedstaat zulässige Marktpraxis: von zuständiger Aufsichtsbehörde festzulegen und ESMA mitzuteilen
  - Rückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen, Art. 3 MAR

## 11. Verwaltungssanktionen, Art. 26, 27 MAR

- Mindestvorgaben für Verwaltungssanktionen, die der Umsetzung in nationales Recht bedürfen (Richtliniencharakter)
- Aber: Verschärfung der geltenden Sanktionen des WpHG
  - Bei Insiderverstößen und Marktmanipulation maximale Geldbußen von mind. EUR 5 Mio. für natürliche Personen und von mind. EUR 15 Mio. bzw. 15 % des jährlichen Gesamtumsatzes für juristische Personen
- Veröffentlichung von verhängten Sanktionen durch die Aufsichtsbehörde auf deren Website ist als Regelfall vorgesehen, und zwar bereits vor Rechtskraft

## 12. CRIM-MAD

- Harmonisierung der strafrechtlichen Sanktionen in Annexrichtlinie
- Ziel: Etablierung eines Marktmissbrauchsstrafrechts für Vorsatztaten in allen Mitgliedstaaten (im dt. Recht bereits geschehen)
- Bedenken aus verschiedenen Mitgliedstaaten
- Stand: Richtlinienentwurf in Ratsdok. 17642/12 vom 12. Dezember 2012

## 13. Fazit/Ausblick

- Erweiterter Anwendungsbereich, geänderte Verbotstatbestände, schärfere Verwaltungssanktionen
- 2014: Abschluss des Gesetzgebungsverfahrens nach Überarbeitung der Finanzmarktrichtlinie (MiFID II)
- Erarbeitung delegierter Rechtsakte bzw. technischer Standards durch EU-Kommission und ESMA
- 2016: Anwendbarkeit der an die Marktteilnehmer gerichteten Regelungen (24 Monate nach Inkrafttreten)
- Umfassende Überprüfung drei Jahre nach Inkrafttreten, Art. 35a MAR



# **II. ÄNDERUNGEN DER TRANSPARENZRICHTLINIE**

# 1. Einleitung

- Änderung der TransparenzRL von 2004 (2004/109/EG) durch die RL 2013/50/EU vom 22. Oktober 2013 (TRL)
- Wesentliche Inhalte der neuen TRL:
  - Vereinfachung der Finanzberichterstattung
  - Änderungen bei Beteiligungspublizität
  - Sanktionsvorschriften
  - Grundsatz: Vollharmonisierung, d.h. Mitgliedstaaten dürfen über die TRL nicht hinausgehen
- Umsetzungsfrist für die Mitgliedstaaten: 24 Monate nach Inkrafttreten (Ende 2015)

## 2. Vereinfachung der Finanzberichterstattung

- Abschaffung der Quartalsberichte
  - Mitgliedstaaten dürfen Emittenten grds. nur noch zu Jahres- und Halbjahresfinanzberichten verpflichten, Zwischenberichterstattung innerhalb des 1. und 2. Halbjahres entfällt
  - Mitgliedstaaten können hiervon abweichen, wenn:
    - Zwischenberichterstattung insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen keine unverhältnismäßige finanzielle Belastung darstellt, und
    - Inhalte der Zwischenmitteilungen in angemessenem Verhältnis zu den Faktoren stehen, die zu der Anlageentscheidung der Anleger beitragen

## 2. Vereinfachung der Finanzberichterstattung

- Abschaffung der Quartalsberichte
  - Ausnahmen gelten für Finanzinstitute
  - Regelwerke der Börsen können zusätzliche Veröffentlichungspflichten vorsehen
    - Börsenordnung der Frankfurter Wertpapierbörse kann weiter Quartalsberichterstattung für den Prime Standard vorschreiben
  - Verlängerung der Veröffentlichungsfrist für Halbjahresfinanzberichte auf 3 Monate nach Ablauf des Berichtszeitraums

### 3. Änderungen bei der Beteiligungspublizität

- Schwellen der TRL (Art. 9) bleiben unverändert
- Mitgliedstaaten dürfen keine strengeren Anforderungen vorsehen, als in der TRL festgelegt (Vollharmonisierung)
- Ausnahmen (Art. 3 Abs. 1a TRL):
  - Niedrigere oder zusätzliche Meldeschwellen
  - Gleichwertige Schwellen für Kapitalanteilsschwellen
  - Strengere Anforderungen bzgl. Inhalt und Frist der Mitteilungen
  - Vorschriften im Zusammenhang mit Übernahmeangeboten

## 4. Acting in Concert

- Definition in § 22 Abs. 2 WpHG geht über Art. 10 lit. a) TRL hinaus:

§ 22 Abs. 2 WpHG	TRL
Abstimmung ohne verbindliche Vereinbarung	„Vereinbarung, die beide verpflichtet ...“, aber keine „förmliche Vereinbarung“ i.S.v. Art. 2 Abs. 1 lit. q der Neuregelung
Ohne Koordination des Stimmverhaltens möglich („Druckpool“)	Einvernehmliche Stimmrechtsausübung
Bei Abstimmung über Stimmrechtsausübung keine Zielrichtung auf Geschäftsführung nötig	Langfristige gemeinsame Politik bzgl. der Geschäftsführung muss Gegenstand der Abstimmung sein

## 4. Acting in Concert

- Vollharmonisierung: Einschränkung der deutschen Regelung des WpHG erforderlich?
  - Verhaltensabstimmung, die nicht über Stimmrechte erfolgt, von TRL erfasst?
  - Ausnahme von der Vollharmonisierung nach Art. 3 Abs. 1a Satz 4 (iii) TRL: Anwendung von Vorschriften, die im Zusammenhang mit Übernahmeangeboten stehen
    - Nur Klarstellung, dass Regelungen betreffend Übernahmeangebote nicht berührt werden, oder
    - Ermöglichung des Gleichlaufs mit übernahmerechtlichen Regelungen

## 4. Acting in Concert

- Bei Umsetzung in nationales Recht ggf. Berücksichtigung der „White List“, die ESMA im Hinblick auf Pflichtangebote verfasst hat: Liste von Aktivitäten, die für sich betrachtet grds. kein Acting in Concert darstellen und nicht zum Pflichtangebot führen sollen
- Geltung nach ESMA aber nur für Übernahmeangebote, nicht für Veröffentlichungspflichten
  - Aber: in Deutschland derzeit einheitliche Definition des Acting in Concert für Stimmrechtsmeldepflicht und Pflichtangebote



## 5. Meldepflichten für Finanzinstrumente

- Neufassung Art. 13 TRL: Zu melden sind Finanzinstrumente, die
  - das unbedingte Recht auf Erwerb bereits ausgegebener Aktien verleihen,
  - ein Ermessen in Bezug auf den Erwerb verleihen oder
  - eine vergleichbare wirtschaftliche Wirkung haben (Instrumente mit physischem oder cash settlement)
- ESMA erstellt nicht abschließende Beispielliste
- Neuregelung der Zusammenrechnung mit Aktien, Art. 13a TRL

## 5. Meldepflichten für Finanzinstrumente

- Erforderliche Anpassungen des deutschen Rechts:
  - „Ermöglichen“ des Aktienerwerbs nach § 25a WpHG ist weiter als „vergleichbare wirtschaftliche Wirkung“
  - Ggf. nicht mehr erfasst:
    - Put-Optionen
    - Vorkaufsrechte in Gesellschaftervereinbarungen
    - Kaufverträge unter Bedingungen
  - Deltafaktor ist in § 25a WpHG mit 1 festgelegt, nach TRL erfolgte Meldung auf delta-angepasster Basis; ESMA legt Methoden für die Ermittlung des Deltas fest
  - Dingliche Optionen nach der TRL ggf. als Finanzinstrumente zu melden, nicht mehr als Stimmrechte

## 6. Sanktionen

- Festlegung eines Sanktionssystems (Art. 28b TRL) mit Mindeststandards
  - Finanzielle Sanktionen:
    - Bis zu EUR 10 Mio. oder 5 % des (Konzern) Umsatzes (jur. Personen) bzw. EUR 2 Mio. (nat. Personen), alternativ Abschöpfung des doppelten Gewinns
  - Jedenfalls bei schwerwiegenden Verstößen Aussetzen der Stimmrechte; gilt für Verletzung von Meldepflichten für Stimmrechte und für Finanzinstrumente
  - Veröffentlichung von verhängten Sanktionen durch die Aufsichtsbehörde ist als Regelfall vorgesehen und zwar bereits vor Rechtskraft

# Ihre Ansprechpartner



**Dr. Ulrike Binder**  
Partnerin, Frankfurt am Main  
[ubinder@mayerbrown.com](mailto:ubinder@mayerbrown.com)  
T +49 69 7941 1297