

Update Kapitalmarktrecht

November 2013

EU-Verordnung über Insidergeschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauchsverordnung)

Dr. Mirko Sickinger, LL.M.

Sven Radke, LL.M.

(beide Köln)

Die zuständigen politischen Gremien der EU haben am 5.7.2013 eine politische Einigung über eine künftig in den Mitgliedstaaten der europäischen Union unmittelbar anwendbare Marktmissbrauchsverordnung (im Weiteren nur „MAR“) erzielt, die zu einer weitgehenden Vereinheitlichung der Insider- und Marktmissbrauchsregelungen auf EU-Ebene führen wird. Das EU-Parlament hat die Einigung am 10.9.2013 in erster Lesung in seinen Standpunkt übernommen. Die MAR hat unter anderem zur Folge, dass der Freiverkehr stärker reguliert wird.

Die MAR wird als Teil eines Gesamtpakets zusammen mit der EU-Finanzmarktrichtlinie (Markets in Financial Instruments Directive – „**MiFID II**“) sowie der EU-Finanzmarktverordnung (Markets in Financial Instruments Regulation – „**MiFIR**“) in Kraft treten, womit voraussichtlich Anfang 2014 gerechnet werden kann. Ihre vollständige Geltung wird die MAR jedoch erst 24 Monate nach ihrem Inkrafttreten entfalten. Während dieses Zeitraums werden die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde („**ESMA**“) und die EU-Kommission noch eine Vielzahl technischer Durchführungsstandards erarbeiten bzw. erlassen.

Die folgenden Erläuterungen enthalten eine Zusammenfassung der wesentlichen Neuerungen, die sich durch die MAR ergeben werden.

**Inkrafttreten voraussichtlich Anfang 2014,
Geltung der Regelungen 24 Monate später**

Das Update Kapitalmarktrecht beinhaltet keinen Rechtsrat. Die enthaltenen Informationen sind sorgfältig recherchiert, geben die Rechtsprechung und Rechtsentwicklung jedoch nur auszugsweise wieder und können eine den Besonderheiten des einzelnen Sachverhaltes gerecht werdende individuelle Beratung nicht ersetzen.

Erweiterter Anwendungsbereich

Die MAR hat gegenüber der bislang geltenden EU-Marktmissbrauchsrichtlinie 2003 einen erweiterten **Anwendungsbereich**. Sie bezieht alle von der zukünftigen Finanzmarkttrichtlinie erfassten Handelsplätze ein, d.h. auch multilaterale (MTF) und andere organisierte Handelssysteme (OTF) und damit auch den deutschen **Freiverkehr** einschließlich der Qualitätssegmente (z.B. Entry Standard, mittelstandsmarkt, Bond-M).

Allerdings sind in Deutschland einige der Regelungen bereits nach geltendem Recht auf den Freiverkehr anwendbar, da zwar nicht der europäische Gesetzgeber, aber der deutsche Gesetzgeber die Erstreckung auf den Freiverkehr bestimmt hat (etwa das Verbot von Insidergeschäften und der Marktmanipulation).

Verbot von Insidergeschäften

In diesem Zusammenhang ist nach wie vor der Begriff der **Insiderinformation** von zentraler Bedeutung. Der Europäische Gerichtshof hatte 2012 in seiner Entscheidung „Geltl/Daimler AG“ entscheiden, dass bei einem **zeitlich gestreckten Vorgang** nicht nur das künftige Ereignis, sondern auch damit verbundene **Zwischenschritte bereits Insiderinformationen** darstellen können. In der MAR wird nunmehr dieser Entscheidung entsprechend klargestellt, dass nicht nur ein bestimmtes zukünftiges Ereignis eine ad-hoc-pflichtige Information sein kann, sondern auch **Zwischenschritte** in diesem Vorgang, **die mit der Herbeiführung oder Hervorbringung dieses zukünftigen Umstandes oder Ereignisses verbunden** sind. Voraussetzung ist, dass die betreffende Zwischeninformation alle Voraussetzungen einer Insiderinformation für sich erfüllt (etwa das Merkmal der Kurserheblichkeit).

Im Gegensatz zur bisherigen Rechtslage gilt als verbotenes Insidergeschäft nunmehr auch die Nutzung von Insiderinformationen in Form der **Stornierung oder Änderung eines Auftrags**, wenn der Auftrag vor Erlangen der Insiderinformationen erteilt wurde. Dies kann praktisch bedeutsam werden, wenn ein Auftrag zum sukzessiven Erwerb von Wertpapieren

Weitgehende Erstreckung auf deutschen Freiverkehr

Insiderinformation auch bei Zwischenschritten zeitlich gestreckter Vorgänge

(EuGH: Geltl/Daimler AG)

Stornierung oder Änderung eines Auftrags ist verbotenes Insidergeschäft

erteilt wurde und der Auftraggeber später Kenntnis einer Insiderinformation erlangt.

Im Übrigen wurden ausdrückliche Regelungen zur befugten Weitergabe von Insiderinformationen im Rahmen sogenannter **Marktsondierungen** aufgenommen. Marktsondierungen dienen Emittenten oder Verkäufern von Finanzinstrumenten regelmäßig dazu, das Interesse von potenziellen Anlegern im Vorfeld etwa eines Börsengangs in Erfahrung zu bringen. Die ESMA wird hierzu noch technische Standards und für die potenziellen Anleger Leitlinien erarbeiten.

Wachstumsmarkt für kleine und mittlere Unternehmen

Die MAR sieht in einigen ihrer Regelungen Erleichterungen für kleine und mittlere Unternehmen (**KMU**) vor, deren Finanzinstrumente zum Handel auf einem **KMU-Wachstumsmarkt** zugelassen sind. Hierbei handelt es sich gemäß der MiFID II um eine neu zu schaffende Marktkategorie, in dem der Großteil der Emittenten aus KMU mit einer durchschnittlichen Marktkapitalisierung von weniger als EUR 200 Mio. bestehen soll. Möglicherweise werden sich die deutschen Börsen entschließen, ihre heutigen Qualitätssegmente im Freiverkehr zu solchen KMU-Wachstumsmärkten umzuwidmen.

Ad-hoc-Publizität

Eine wichtige Neuerung durch die MAR betrifft die Erstreckung der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität auf Emittenten, deren Wertpapiere in den **Freiverkehr** einbezogen sind. Die Ad-hoc-Publizität gemäß §§ 15ff. WpHG gilt derzeit zwar nicht für den Freiverkehr. Allerdings bestehen gewisse Transparenzpflichten für Emittenten im Freiverkehr bereits auf Grundlage der **Geschäftsbedingungen der jeweiligen Börsen**. So ist z.B. die Pflicht der Emittenten im Entry Standard des Freiverkehrs (Open Market) der Frankfurter Wertpapierbörse zur Veröffentlichung von sogenannten „Quasi Ad-hoc-Mitteilungen“ kürzlich verschärft und damit der gesetzlichen Ad-hoc Pflicht angenähert worden.

Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität für Emittenten des Freiverkehrs wird nach der MAR allerdings nur ausgelöst, sofern der Emittent die Einbeziehung in den Freiverkehr **selbst bean-**

Regelungen für Marktsondierungen

Neue Marktkategorie KMU-Wachstumsmarkt

Ad-hoc-Publizität künftig auch auf den Freiverkehr anwendbar

tragt oder im Falle von Einbeziehungsanträgen Dritter diese **genehmigt** hat.

Hinsichtlich der Art und Weise der Veröffentlichung gilt, dass Emittenten, deren Wertpapiere im regulierten Markt zugelassen sind, ihre Veröffentlichung weiterhin entsprechend dem durch die EU-Transparenzrichtlinie eingeführten Verfahren vornehmen müssen. Für die Veröffentlichung durch Emittenten des Freiverkehrs wird die ESMA noch Vorgaben erarbeiten. Des Weiteren gilt für alle Emittenten eine Veröffentlichungspflicht auf ihrer **Internetseite** für die Dauer von mindestens 5 Jahren. Eine Erleichterung ist für Emittenten vorgesehen, deren Finanzinstrumente zum Handel an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen sind. Sofern die **Internetseite eines solchen Handelsplatzes** diese Möglichkeit eröffnet, können Emittenten Ad-hoc-Mitteilungen statt auf ihrer Internetseite auch dort veröffentlichen.

Bei Vorliegen bestimmter Voraussetzungen, die inhaltlich dem derzeitigen deutschen Recht entsprechen, ist die Möglichkeit eines **Aufschubs** der Ad-hoc-Mitteilung vorgesehen. Zur Konkretisierung der Bedingungen für einen Aufschub wird die ESMA noch Leitlinien und technische Durchführungsstandards erstellen.

Insiderlisten

Alle Emittenten von Finanzinstrumenten, die der Ad-hoc-Pflicht unterliegen, werden zur Führung von Insiderverzeichnissen verpflichtet. Damit sind **erstmalig auch Emittenten im Freiverkehr** zur Führung von Insiderlisten verpflichtet.

Eine Befreiung ist unter bestimmten Voraussetzungen für Emittenten von Finanzinstrumenten in einem KMU-Wachstumsmarkt vorgesehen. Allerdings müssen diese Emittenten auf Nachfrage der zuständigen Aufsichtsbehörde ebenfalls in der Lage sein, eine solche Liste vorzulegen, weshalb sie praktisch dazu verpflichtet sind, Insiderlisten zu führen.

Directors' Dealings

Personen, die bei einem Emittenten Führungsaufgaben wahrnehmen, und mit solchen in enger Beziehung stehende Personen, müssen wie schon nach bisheriger Gesetzeslage

Möglichkeit des Aufschubs

Pflicht zur Führung von Insiderlisten nunmehr auch für Emittenten des Freiverkehrs

Verkürzung der Meldefrist / Directors' Dealings auch im Freiverkehr

jedes Eigengeschäft mit Finanzinstrumenten eines Emittenten dem Emittenten selbst sowie der zuständigen Aufsichtsbehörde melden. Die Höchstfrist für diese Meldung wird **von derzeit fünf auf drei Geschäftstage herabgesetzt**.

Neu ist, dass die Verpflichtung zur Meldung von Directors` Dealings **erstmalig auch für den Freiverkehr** gilt.

Neu ist ferner, dass der Emittent die Personen, die bei ihm Führungsaufgaben wahrnehmen oder mit einer solchen in enger Beziehung stehen, zukünftig **in eine von ihm zu erstellende Liste** aufnehmen muss.

Liste der Führungspersonen

Verbot der Marktmanipulation

Hinsichtlich des Verbotstatbestandes der Marktmanipulation orientiert sich die MAR weitgehend an der bisherigen Marktmissbrauchsrichtlinie, umfasst jedoch nunmehr auch den **Versuch** einer Marktmanipulation.

Versuch der Marktmanipulation verboten

Rückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen

Der Handel mit eigenen Aktien im Rahmen von Rückkaufprogrammen und Stabilisierungsmaßnahmen ist **weiterhin vom Anwendungsbereich des Insider- und Marktmanipulationsverbots ausgenommen**. Die bisher hierfür geltende Durchführungsverordnung 2273/2003/EU wird durch von der ESMA noch zu erarbeitende technische Regulierungsstandards abgelöst.

„Safe Harbour“ für Rückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen

Verwaltungsrechtliche Maßnahmen und Sanktionen

Die Verordnung gibt Mindestbedingungen für verwaltungsrechtliche Maßnahmen und Sanktionen vor, die von den Mitgliedstaaten bei bestimmten Verstößen zu ergreifen oder zu verhängen sind. Zum Zwecke der abschreckenden Wirkung wurden die **Bußgeldrahmen angehoben**.

Die Aufsichtsbehörde **muss** eine ergangene Entscheidung grundsätzlich **auf ihrer Internetseite veröffentlichen** und zwar auch dann, wenn gegen sie ein Rechtsbehelf eingelegt wurde.

Damit tatsächliche oder potentielle Verstöße gegen die Verordnung den zuständigen Aufsichtsbehörden gemeldet wer-

den können, wurde den Mitgliedstaaten schließlich die Sorge zur Einrichtung eines **wirksamen Hinweissystems** auferlegt. Auch sollen die Mitgliedstaaten Arbeitgeber, die im Bereich reglementierter Finanzdienstleistungen tätig sind, dazu verpflichtet, intern für ihre Mitarbeiter **angemessene Meldesysteme** einzurichten. Zur Festlegung einheitlicher Verfahren für die Entgegennahme von Meldungen sowie deren Nachverfolgung wird die EU-Kommission noch Durchführungsrechtsakte erlassen.



Rechtsanwalt
Dr. Mirko Sickinger, LL.M.
Tel. +49 221 2052-596
Fax +49 221 2052-1
m.sickinger@heuking.de



Rechtsanwalt
Sven Radke, LL.M.
Tel. +49 221 2052-591
Fax +49 221 2052-1
s.radke@heuking.de

Ihre Ansprechpartner

Abonnentenservice: Update Kapitalmarktrecht

bestellen (kostenlos, unverbindlich, jederzeit kündbar)

abbestellen

Fax-Antwort an: +49 221 20 52 - 1

E-Mail-Antwort an: a.wahid@heuking.de

Versandservice und Kontakt

Ihr Name:

.....

Ihre Email-Adresse:

.....

Ihre Adresse:

.....

Diese und alle weiteren Ausgaben des Update Kapitalmarktrecht finden Sie im Internet unter <http://www.heuking.de/ueber-uns/newsletter.html>

Download

Berlin
Unter den Linden 10
10117 Berlin

Brüssel
Avenue Louise 326
1050 Brüssel/Belgien

Chemnitz
Weststraße 16
09112 Chemnitz

Düsseldorf
Georg-Glock-Straße 4
40474 Düsseldorf

Frankfurt
Goetheplatz 5-7
60313 Frankfurt am Main

Hamburg
Neuer Wall 63
20354 Hamburg

Köln
Magnusstraße 13
50672 Köln

München
Prinzregentenstraße 48
80538 München

Zürich
Bahnhofstrasse 3
8001 Zürich/Schweiz

www.heuking.de