

Die Marktmissbrauchsverordnung: Grundgesetz des Kapitalmarkts

Master Forschungsforum 20. Mai 2017

Prof. Dr. Olaf Müller-Michaels

EU-Marktmissbrauchsreform

- **Umfassende Neuregelung des Marktmissbrauchsrechts auf europäischer Ebene**
- **Ziele:**
 - Schaffung eines gemeinsamen europäischen Rechtsrahmens für Insidergeschäfte, die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) sowie für Maßnahmen zur Verhinderung von Marktmissbrauch
 - Sicherstellung der Integrität der Finanzmärkte der Europäischen Union
 - Stärkung des Anlegerschutzes und des Vertrauens der Anleger in diese Märkte

Marktmissbrauchsverordnung (MAR)

- **Geltung ab 03.07.2016 in allen EU-Mitgliedstaaten**
- **Unmittelbar geltendes Europarecht**
- **Ersetzt die bisherige EU-Marktmissbrauchsrichtlinie (MAD) und nationale kapitalmarktrechtliche Regelungen**
- **Ergänzung der MAR durch EU-Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen (MAD II)**
- **Umsetzung der notwendigen Änderungen im nationalen Recht (WpHG) aufgrund MAR und MAD II in Deutschland durch 1. Finanzmarktnovellierungsgesetz (FiMaNoG I)**
 - **Wesentliche Teile des WpHG aufgehoben wegen unmittelbarer Geltung der MAR**
- **Ergänzung der MAR durch diverse technische Durchführungsverordnungen und -richtlinien der Europäischen Kommission**

Überblick Regelungsinhalte MAR

Insiderrecht

- Ad-Hoc Publizität
- Insiderverbote
- Insiderlisten
- Directors' Dealings

Marktmanipulation

- Handelsbezogene Tatbestände
- Informationsbezogene Tatbestände

Überblick Regelungsinhalte MAR

- **Ausdehnung des Anwendungsbereichs der Marktmissbrauchsregeln:**
 - Jetzt auch Freiverkehr erfasst, soweit Finanzinstrumente auf Initiative des Emittenten selbst im Freiverkehr gehandelt werden
- **Verschärfung der Marktmissbrauchsregeln:**
 - Ausdehnung des Verbots von Insidergeschäften
 - Verschärfung des Verbots der Marktmanipulation
 - Strengere Regeln zur Ad-hoc-Publizität
 - Insiderlisten
 - Strengere Regeln zu Directors' Dealings
 - Schärfere Sanktionen

Das ist NEU

Art. 2 MAR: Ausweitung auf Freiverkehr

- **In Art. 2 MAR Einbeziehung multilateraler Handelsplätze (MTF) und anderer organisierter Handelssysteme (OTF) in den Anwendungsbereich der MAR**
- **Dadurch auch Freiverkehr erfasst, soweit Finanzinstrumente auf Initiative des Emittenten selbst im Freiverkehr gehandelt werden**
- **Bisher galten in Deutschland für im Freiverkehr notierte Unternehmen nur das Verbot des Insiderhandels sowie der Marktmanipulation (§§ 12, 14 I WpHG a.F., § 20a I WpHG a.F.); jetzt gelten für diese Unternehmen auch die Publizitätspflicht (Ad-Hoc-Mitteilungen), die Regelungen zu Directors' Dealings und die Pflicht zum Führen von Insiderlisten**

Das ist NEU

Art. 7 MAR: Klarstellung zu Zwischenschritten

- **Klarstellung in Art. 7 MAR, dass auch Zwischenschritte in einem gestreckten Vorgang als Insiderinformation betrachtet werden, falls diese für sich genommen die Kriterien für Insiderinformationen gemäß diesem Artikel erfüllen**
- **Kodifizierung des Getl/Daimler-Urteils des EuGH vom 28.06.2012 - C - 19/11**

Das bleibt

Definition „Insiderinformation“ entspricht i.Ü. § 13 WpHG a.F.

- **Abgesehen von der o.g. Klarstellung zu Zwischenschritten bei gestreckten Vorgängen entspricht die Definition der „Insiderinformation“ inhaltlich der Definition in § 13 I WpHG a.F.**

Definition Insiderinformation

- **Art. 7 I a) MAR:**
 - **nicht öffentlich** bekannte
 - **präzise** Informationen,
 - die direkt oder indirekt einen oder mehrere **Emittenten** oder ein oder mehrere Finanzinstrumente **betreffen**
 - und die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den **Kurs** damit verbundener derivativer Finanzinstrumente **erheblich zu beeinflussen**

Exkurs: **Geltl/Daimler-Urteil**

Geltl/Daimler-Urteil des EuGH (I)

▪ **Sachverhalt**

- Kernfrage des Rechtsstreits war, ab welchem Zeitpunkt die Tatsache, dass der damalige Vorstandsvorsitzende der DaimlerChrysler AG (nunmehr: Daimler AG) Jürgen Schrempp ausscheidet bzw. dies beabsichtigt, als Insiderinformation zu qualifizieren und damit von der DaimlerChrysler AG unverzüglich im Wege einer Ad-hoc-Mitteilung zu veröffentlichen war.

▪ **Entscheidung des EuGH**

- Art. 1 Nr. 1 der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. 1. 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) und Art. 1 I der Richtlinie 2003/124/EG der Kommission vom 22. 12. 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation **sind dahin auszulegen, dass bei einem zeitlich gestreckten Vorgang, bei dem ein bestimmter Umstand verwirklicht oder ein bestimmtes Ereignis herbeigeführt werden soll, nicht nur dieser Umstand oder dieses Ereignis präzise Informationen im Sinne der genannten Bestimmungen sein können, sondern auch die mit der Verwirklichung des Umstands oder Ereignisses verknüpften Zwischenschritte dieses Vorgangs.**

Geltl/Daimler-Urteil des EuGH (II)

- Art. 1 I der Richtlinie 2003/124/EG ist dahin auszulegen, dass die Wendung „eine Reihe von Umständen ..., ... bei denen man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann, dass sie in Zukunft existieren werden, oder ein Ereignis, das ... mit hinreichender Wahrscheinlichkeit in Zukunft eintreten wird“, auf künftige Umstände oder Ereignisse abzielt, bei denen eine umfassende Würdigung der bereits verfügbaren Anhaltspunkte ergibt, dass tatsächlich erwartet werden kann, dass sie in Zukunft existieren oder eintreten werden. Dagegen ist diese Wendung nicht dahin auszulegen, dass das Ausmaß der Auswirkung dieser Reihe von Umständen oder dieses Ereignisses auf den Kurs der betreffenden Finanzinstrumente berücksichtigt werden muss.
 - Die Wahrscheinlichkeit des Eintritts muss also aufgrund einer Gesamtschau der Umstände zu erwarten sein

Das ist offen

Wann ist die Eintrittswahrscheinlichkeit i.d.S. gegeben?

- **Frage:** Mindestens **50 % + X** erforderlich?
 - Str., **MAR** und **FiMaNoG I** enthalten hierzu **keine eindeutige Aussage**
 - Vgl. hierzu Giering: Das neue Kapitalmarktmissbrauchsrecht für Emittenten, in: CCZ 2016, 214

Das ist NEU

Art. 8 MAR: Ausweitung auf Stornierung/Änderung und Handeln aufgrund Empfehlungen/Anstiftung

- **Insidergeschäft ist nach Art. 8 I MAR jetzt auch Stornierung oder Änderung eines noch nicht durchgeführten Auftrags in Bezug auf ein Finanzinstrument, auf das sich die Informationen beziehen**
 - Regelungslücke geschlossen
 - **Beispiel:** Stornierung oder Änderung eines Auftrags zu Anteilskäufen im Vorfeld einer Unternehmenstransaktion, wenn der potentielle Käufer im Rahmen seiner Due Diligence Insiderinformationen erhält (vgl. Giering: Das neue Kapitalmarktmissbrauchsrecht für Emittenten, in: CCZ 2016, 214 ff.)
- **Insidergeschäft ist nach Art. 8 II, III MAR jetzt außerdem das Handeln aufgrund einer Empfehlung/Anstiftung, wenn die Person, die die Empfehlung nutzt oder der Anstiftung folgt, weiß oder wissen sollte, dass diese auf Insiderinformationen beruht**

Das ist NEU

Art. 9 MAR: Legitime Handlungen

- **Es werden in Art. 9 MAR ausdrücklich einzelne Handlungen als „legitime Handlungen“ definiert**
 - **Hintergrund:** Es wird impliziert, dass eine widerlegbare Vermutung der Nutzung von Insiderinformationen besteht, wenn ein Insider Geschäfte tätigt
 - Diese Implikation beruht auf dem Spector/Photo Group-Urteil des EuGH vom 23.12.2009 – C 45/08
- **Bei den in Art. 9 MAR definierten Handlungen ist diese Vermutung widerlegt – allerdings mit der Möglichkeit einer abweichenden Beurteilung im Einzelfall (Art. 9 VI MAR)**

Insidergeschäfte

Legitime Handlungen

- Zu den in Art. 9 MAR definierten „legitimen Handlungen“ gehört für M&A:
 - Insiderinformation im Zuge der Übernahme eines Unternehmens oder eines Unternehmenszusammenschlusses auf der Grundlage eines **öffentlichen Angebots** erworben und
 - Nutzung dieser Insiderinformationen ausschließlich, um den **Unternehmenszusammenschluss** oder die **Übernahme** auf der Grundlage eines öffentlichen Angebots **weiterzuführen**,
 - unter der Voraussetzung, dass zum Zeitpunkt der Genehmigung des Unternehmenszusammenschlusses oder der **Annahme** des Angebotes durch die Anteilseigner des betreffenden Unternehmens sämtliche **Insiderinformationen öffentlich** gemacht worden sind oder auf andere Weise ihren Charakter als Insiderinformationen verloren haben
- gilt **nicht** für den **Beteiligungsaufbau**

Das ist NEU

Art. 5 MAR: Bereichsausnahmen

- **In Art. 5 MAR wird unter bestimmten Voraussetzungen der Handel mit eigenen Aktien im Rahmen von Rückkaufprogrammen und Stabilisierungsmaßnahmen generell aus dem Anwendungsbereich der Art. 14 MAR (Verbot von Insidergeschäften und unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen) und 15 MAR (Verbot der Marktmanipulation) ausgenommen**

Das ist NEU

Art. 11 MAR: Marktsondierung

- **MAR enthält in Art. 11 jetzt eine ausdrückliche gesetzliche Regelung zur Marktsondierung**
- **Marktsondierung ist danach explizit zulässig, unterliegt aber umfassenden Prüf-, Verhaltens- und Dokumentationspflichten**
 - **Konkretisierung dieser Pflichten durch von der ESMA ausgearbeitete und von der Kommission beschlossene Durchführungsstandards**
- **MAR kodifiziert damit die bestehende Marktpraxis bei der Investorensuche**

Das ist NEU

Art. 15 MAR: Verbot der versuchten Marktmanipulation

- Nach Art. 15 MAR ist nicht mehr nur die vollendete Marktmanipulation verboten, sondern auch deren Versuch

Das bleibt

Art. 12, 13 MAR: Regelungen zur Marktmanipulation im Übrigen weitgehend unverändert

- Abgesehen von der Erweiterung des Verbots auf den Versuch entsprechen die Regelungen in Art. 12, 13 MAR zur Marktmanipulation weitgehend den bisherigen Regelungen der Marktmissbrauchsrichtlinie aus dem Jahr 2003

Marktmanipulation

Art. 12 MAR

- **Zu den nach Art. 12 MAR verbotenen Praktiken gehören:**
 - **Handelsbezogene Praktiken**
 - Künstliche Erzeugung von Handelsaktivitäten durch gleichzeitige Kauf- und Verkaufsorders („Churning“ oder „Wash trades“)
 - Leerverkäufe, um den Kurs nach unten zu treiben („Bear raid“ oder „Short squeeze“)
 - Möglichst weitgehender Aufkauf eines Finanzinstruments, um Angebot und Nachfrage selbst zu steuern („Cornering“)
 - **Informationsbezogene Praktiken**
 - Empfehlen von Finanzinstrumenten, nachdem man sich selbst eingedeckt hat („Scalping“)
 - Verbreiten von falschen Informationen, um den Kurs in die vom Täter gewünschte Richtung zu beeinflussen („Stock hyping/bashing“)
 - Massen-E-mails an Kleininvestoren, um den Kurs zu treiben und auf dem Höhepunkt der Euphorie zu verkaufen („Pump and dump“)

Das ist NEU

Art. 17 MAR: Strengere Regeln zur Ad-hoc-Publizität

- **Art. 17 MAR enthält strengere Regeln zur Ad-hoc-Publizität**
 - **Ad-hoc-Publizität umfasst jetzt auch Freiverkehrsemittenten**
 - **Veröffentlichte Ad-hoc-Mitteilungen sind zukünftig mindestens 5 Jahre (bisher nur ein Monat) anzuzeigen – und zwar grundsätzlich über die Website des Emittenten**
 - **Bei Gerüchten nun schneller Ad-hoc-Mitteilungspflicht**
- **Umsetzung in § 15 I WpHG: Verweis auf MAR und Mitteilungspflicht an BaFin, Handelsplätze und Unternehmensregister**

Das bleibt

Regelungen zur Ad-hoc-Publizität im Übrigen weitgehend unverändert

- **Regelungen der MAR zur Ad-hoc-Publizität entsprechen im Übrigen weitgehend der bisherigen Regelung in § 15 WpHG**
- **Aufschub der Veröffentlichung einer Ad-hoc-Mitteilung ist weiterhin unter bestimmten Voraussetzungen möglich – auf eigene Verantwortung (Art. 17 IV MAR)**

Das ist NEU

Art. 18 I lit.a) MAR: Insiderlisten auch im Freiverkehr

- **Emittenten von Finanzinstrumenten, die der Ad-Hoc-Pflicht unterliegen, müssen Insiderlisten führen: Daher jetzt auch Freiverkehr von der Pflicht zur Führung von Insiderlisten umfasst (Art. 18 I lit. a) MAR)**
 - Einzelheiten zu Format, Inhalt, Aktualisierung der Insiderlisten konkretisiert durch Durchführungsverordnung (EU) 2016/347 der Kommission vom 10.03.2016

Das ist NEU

Art. 19 MAR: Directors' Dealings

- **Jetzt auch Freiverkehr von den Regelungen zu Directors' Dealings in Art. 19 MAR erfasst**
- **Zudem: Sachliche Ausweitung der Regelungen zu den Directors' Dealings'; u.a.:**
 - Auch Schuldtitel des Emittenten oder damit verbundene Derivate oder andere damit verbundene Finanzinstrumente
 - Auch das Verpfänden oder Verleihen von Finanzinstrumenten durch oder im Auftrag von Führungskräften oder ihnen nahestehenden Personen
 - Auch von Vermögensverwaltern im Auftrag von Führungskräften oder ihnen nahestehenden Personen getätigte Geschäfte

Das ist NEU

Directors' Dealings

- **Verkürzte Meldepflicht für Führungskräfte und ihnen nahestehende Personen: Ab einer kumulierten Schwelle von 5.000 Euro pro Geschäftsjahr bzgl. Eigengeschäften unverzüglich, spätestens innerhalb von drei Geschäftstagen (statt bisher fünf)**
- **Pflicht des Emittenten bzgl. der Eigengeschäfte von Führungskräften oder denen nahestehenden Personen zur Übermittlung an das Unternehmensregister, Mitteilung an die BaFin und Veröffentlichung innerhalb von drei Geschäftstagen**
 - **Achtung:** Frist der Führungskräfte/ ihnen nahestehenden Personen und des Emittenten laufen parallel!

Das ist NEU

Directors' Dealings

- **Pflicht des Emittenten zur schriftlichen Aufklärung der Führungskräfte über die Pflichten im Zusammenhang mit Directors' Dealings und zur Erstellung einer Liste der Führungskräfte und ihnen nahestehenden Personen**
- **Pflicht der Führungskräfte zur schriftlichen Aufklärung der ihnen nahestehenden Personen über deren Pflichten im Zusammenhang mit Directors' Dealings**
- **Einführung von „Closed Periods“ von 30 Kalendertagen vor Ankündigung eines Zwischenberichts oder eines Jahresabschlusses, während derer Führungskräfte und ihnen nahestehende Personen keine Eigenschäfte in Aktien oder Schuldtiteln des Emittenten tätigen dürfen (Art. 19 XI MAR)**
 - Enge Ausnahmetatbestände: Z.B. schwerwiegende finanzielle Schwierigkeiten

Das ist NEU

Art. 30 ff. MAR: Verwaltungsrechtliche Sanktionen und Maßnahmen

- **Drastische Erhöhung des Bußgeldrahmens**
- **Abgestuftes System:**
 - **Verstöße gegen Insiderverbote und Marktmanipulation:**
 - **Natürliche Personen:**

Bußgeld in Höhe von bis zu 5 Mio. Euro (Art. 30 II lit. i) MAR, § 39 Abs. 4a S. 1 WpHG)
 - **Juristische Personen:**

Bußgeld in Höhe von bis zu 15 Mio. Euro oder 15 % des jährlichen Konzernumsatzes (Art. 30 II lit. j) (i) MAR, § 39 Abs. 4a S. 2 WpHG)
 - **Verstöße gegen Ad-hoc-Publizität und gegen die Regeln zur Vorbeugung und Aufdeckung von Marktmissbrauch**
 - **Verstöße im Zusammenhang mit Insiderlisten und Directors' Dealings**

Das ist NEU

Art. 30 ff. MAR: Verwaltungsrechtliche Sanktionen

- **Gewinnabschöpfung**
 - Geldbuße bis zum Dreifachen des aus dem Verstoß gezogenen wirtschaftlichen Vorteils (erzielte Gewinne und vermiedene Verluste) (Art. 30 II lit. h) MAR, § 39 Abs. 4a S. 3 und 4 WpHG)
- **„naming and shaming“**
 - Veröffentlichung der verwaltungsrechtlichen Sanktionen und Maßnahmen sowie Identität der verantwortlichen Personen (Art. 34 I MAR, § 40d WpHG)
 - Ausnahmetatbestände: Unverhältnismäßigkeit, Gefährdung laufender Ermittlungen oder der Stabilität der Finanzmärkte (Art. 34 I MAR, § 40d Abs. 3 WpHG)

Das ist NEU

MAD II: Strafrechtliche Sanktionen

- **Ergänzung der verwaltungsrechtlichen Sanktionen der MAR durch strafrechtliche Sanktionen der MAD II**
- **Europäische Harmonisierung des Marktmissbrauchsstrafrechts**
- **Umsetzung in § 38 WpHG:**
 - In § 38 Abs. 1 WpHG Verweis auf die in § 39 WpHG neu geregelten Ordnungswidrigkeitstatbestände
 - Darin Verweis auf MAR

Innenregress bei Unternehmensgeldbuße?

- **Können Unternehmen im Falle der Verhängung einer Unternehmensgeldbuße nach § 39 WpHG Innenregress bei Organen nehmen?**
 - Verhängung der Unternehmensgeldbuße betrifft einen Verstoß gegen das Marktmissbrauchsrecht, der auf nicht pflichtgemäßem Verhalten von Organen beruht
 - Schadensersatzanspruch des Unternehmens gegen die Organe?
 - Geltendmachung eines ggf. bestehenden Schadensersatzanspruchs?
 - Unternehmensinteresse?
 - **Problem:** Haftung ist für das Organ existenzvernichtend

Das ist offen

Wie kann eine sinnvolle Begrenzung der Organhaftung erreicht werden?

- Überblick über den Meinungsstand bei Giering: Das neue Kapitalmarktmissbrauchsrecht für Emittenten, in: CCZ 2016, 214 m.w.N.

Auswirkungen auf kapitalmarktrechtliche Compliance

- MAR enthält **verschärfte Anforderungen und strengere** – ggf. existenzbedrohende – **Sanktionen: Noch größere Bedeutung wirksamer Compliance** auf dem Gebiet des Kapitalmarktrechts
- **Anpassung** der unternehmensinternen Richtlinien, Kontrollsysteme und Formulare **an den aktuellen Rechtsstand** erforderlich
- Weitere Konkretisierung der MAR durch Level 2- und Level 3- Maßnahmen: **Stetige Aktualisierung** notwendig
- **Freiverkehrsemittenten** müssen ihre kapitalmarktrechtliche Compliance im Hinblick auf die erweiterte Einbeziehung in das Marktmissbrauchs-recht anpassen: Ad-hoc-Publizität, Insiderlisten
- **Europäische Harmonisierung** führt zu **größerer Rechtssicherheit** und vereinfacht kapitalmarktrechtliche Compliance, weil nicht mehr zwischen den verschiedenen Märkten, auf denen die Finanzinstrumente gehandelt werden, differenziert werden muss

Zivilrechtliche Haftung bei Verstößen (I)

- **§ 37c WpHG: Schadenersatz wegen Veröffentlichung unwahrer Insiderinformationen**
 - Emittent von Finanzinstrumenten, die zum Handel an einer inländischen Börse zugelassen sind
 - Veröffentlichung einer unwahren Insiderinformation, die ihn unmittelbar betrifft
 - in einer Ad-hoc-Mitteilung nach Art. 17 MAR
 - RF: Ersatz des Schadens, der einem Dritten dadurch entsteht, dass der Dritte auf die Richtigkeit der Insiderinformation vertraut, wenn der Dritte
 1. die Finanzinstrumente nach der Veröffentlichung erwirbt und er bei dem Bekanntwerden der Unrichtigkeit der Insiderinformation noch Inhaber der Finanzinstrumente ist oder
 2. die Finanzinstrumente vor der Veröffentlichung erwirbt und vor dem Bekanntwerden der Unrichtigkeit der Insiderinformation veräußert
 - Ausnahmen in Abs. 2 und 3

Zivilrechtliche Haftung bei Verstößen (II)

- **Schadenersatz nach § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. WpHG/MAR?**
 - Normen des WpHG/ der MAR als Schutzgesetz i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB?
- **Schadenersatz nach § 826 BGB?**
 - Bei Vorliegen einer vorsätzlichen sittenwidrigen Schädigung