

# Client Alert

9. Juni 2016

## Update Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht: Sind Sie vorbereitet auf die MAR (Marktmissbrauchsverordnung)?

Von Dr. Dirk Besse und Dr. Sebastian Schwalme

Ab dem 3. Juli 2016 gelten die Vorgaben der Marktmissbrauchsverordnung (Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. April 2014). Ihre Regelungen gelten für alle börsennotierten Gesellschaften, sowie solche Gesellschaften, deren Finanzinstrumente an einer Börse im regulierten Markt oder im Freiverkehr notiert sind. Die MAR ersetzt weitgehend die derzeitigen Regelungen im WpHG. Es gibt erheblichen Handlungsbedarf hinsichtlich einer Reihe von zentralen kapitalmarktrechtlichen Pflichten, insbesondere bei Insiderverzeichnissen, Directors' Dealings, Ad hoc- Mitteilungen sowie dem Insiderrecht. Das Wesentliche stellen wir hier kurz vor:

### A. Neuorganisation des Kapitalmarktrechts in Europa

#### 1. MAR ersetzt WpHG-Regelungen

Durch die MAR werden die derzeit im WpHG geregelten Vorgaben für Insiderhandelsverbot, Marktmanipulationsverbot, Directors' Dealings, Insiderverzeichnis und Ad hoc-Mitteilungspflicht in die Marktmissbrauchsverordnung (MAR) überführt und damit EU-weit einheitlich geregelt. Im Ergebnis werden dabei die bestehenden Pflichten angepasst und erweitert. Nicht von der MAR umfasst sind die Stimmrechtsmitteilungspflichten, die bereits im November des letzten Jahres an die neuen europäischen Vorgaben angepasst wurden (siehe unseren Client Alert *Neue Regelungen zur Beteiligungstransparenz nach WpHG* vom 27. November 2015).

#### 2. Viele neue Rechtsakte stehen noch aus

Diverse EU-Durchführungsverordnungen werden die Vorgaben der MAR weiter konkretisieren, so wie bisher die *Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen nach dem Wertpapierhandelsgesetz* (WpAIV) die Vorgaben des WpHG konkretisiert hat. Zusätzlich wird die europäische Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA (European Securities and Markets Authority) für einige Bereiche Leitlinien entwerfen, die für die nationalen Aufsichtsbehörden – und damit auch für die BaFin – verbindlich sind. Der deutsche Gesetzgeber hat mit dem *Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz – 1. FiMaNoG* das WpHG an die MAR angepasst. Insgesamt wird es zukünftig deutlich mehr und detailliertere Vorgaben für die Befolgung der kapitalmarktrechtlichen Pflichten geben.

Die BaFin hat bereits mitgeteilt, dass der Emittentenleitfaden, der die Erwartungshaltung der BaFin hinsichtlich der Umsetzung der Kapitalmarktpflichten widerspiegelt, erst Mitte des Jahres 2017 aktualisiert werden wird. Daher werden die Emittenten in der Praxis vorerst ohne konkrete Vorgaben der BaFin zurechtkommen müssen,

# Client Alert

und dass, obwohl durch die MAR zugleich der Bußgeldrahmen für Verstöße gegen kapitalmarktrechtliche Pflichten zum Teil drastisch erhöht wurde.

## 3. Neuregelungen gelten auch für den Freiverkehr

Derzeit gelten für im Freiverkehr notierte Emittenten lediglich das Insiderverbot und das Marktmanipulationsverbot. Zukünftig werden für diese Emittenten auch die Vorgaben zum Führen von Insiderverzeichnissen, zu Directors' Dealings und zu Ad hoc-Mitteilungspflichten gelten.

## B. Die neuen Vorgaben im Einzelnen

### 1. Insiderverzeichnisse

Wie bisher werden Emittenten verpflichtet sein, Insiderverzeichnisse über die Personen zu führen, die mit Insiderinformationen in Berührung gekommen sind. Es gibt jedoch einige zusätzliche Vorgaben, welche eine Änderung der bisherigen Praxis der Führung von Insiderverzeichnissen notwendig machen wird. Die wichtigsten Neuerungen sind:

- Der Aufbau des Insiderverzeichnisses ist nun in Form einer Tabelle konkret vorgegeben.
- Ein allein funktionsbezogenes Insiderverzeichnis ist nicht mehr ausreichend. Für jede (!) (potentielle) Insiderinformation ist ein sog. anlassbezogenes Insiderverzeichnis zu erstellen. Ein Verzeichnis der permanenten Insider kann lediglich zusätzlich geführt werden.
- Neu aufzunehmende Angaben sind: Uhrzeit des Zugangs zu einer Insiderinformation, Geburtsname, geschäftliche und private Telefonnummer (Festnetz und mobil), National Identification Number.
- Auch Wirtschaftsprüfer sind nunmehr in das Insiderverzeichnis aufzunehmen.
- In das Verzeichnis aufgenommene Personen müssen bei jedem (!) neu angelegten anlassbezogenen Insiderverzeichnis erneut belehrt werden.

*Daraus ergibt sich folgender Handlungsbedarf:*

- *Ergänzung der bestehenden Insiderverzeichnisse um die neuen Vorgaben und Rücksprache mit externen Service Providern (Anwälte, Abschlussprüfer, Investor Relations usw.).*
- *Einholung und Bereitstellung der zusätzlich aufzunehmenden Daten.*
- *Entscheidung über Format der Insiderliste, insbesondere über evtl. Führung eines besonderen Abschnitts mit permanenten Insidern.*
- *Sicherstellung der erneuten Belehrung bei Aufnahme in ein weiteres anlassbezogenes Insiderverzeichnis. Mit Anwendbarkeit der MAR sollte aufgrund der umfassenden Neuregelung eine schriftliche Belehrung aller in bestehenden Insiderlisten erfassten Personen erfolgen, auch wenn bereits eine Belehrung nach Maßgabe der WpHG-Vorschriften vorliegt.*

# Client Alert

## 2. Directors' Dealings

Wie bisher müssen Personen mit Führungsaufgaben Geschäfte in Finanzinstrumenten des Emittenten mitteilen. Der Umfang der erfassten Geschäftsarten wird jedoch stark ausgeweitet. Zusätzlich werden Belehrungspflichten und eine Handelsverbotsperiode eingeführt. Die wichtigsten Neuerungen im Einzelnen:

- Der Emittent muss die Personen mit Führungsaufgaben schriftlich über deren Pflichten belehren.
- Der Emittent muss darüber hinaus eine Liste dieser Personen sowie der zu diesen in enger Beziehung stehenden Personen erstellen und fortlaufend aktualisieren.
- Personen, die in enger Beziehung zu den Führungspersonen stehen, sind durch die Führungspersonen selbst hinsichtlich ihrer Pflichten nachweislich zu belehren.
- Die Mitteilungspflicht der Führungspersonen gilt nun insbesondere auch für folgende Geschäfte:
  - Geschäfte ohne Gegenleistung (Schenkung, Erbschaft, Spende)
  - Geschäfte in Schuldtiteln (z.B. Anleihen)
  - Verpfändung und Verleihung (wobei es Ausnahmen für Kreditsicherheiten gibt)
  - Geschäfte, die von einem Vermögensverwalter in eigenem Ermessen vorgenommen werden
  - Geschäfte im Rahmen von Lebensversicherungen
  - Transaktionen in Indexfonds oder Baskets, sofern die betroffenen Finanzinstrumente mindestens ein Gewicht von 20% ausmachen (bisher müssen es 50% sein)
  - Gewährung und Ausübung von Aktienoptionen als Bestandteil der variablen Vergütung (auch sog. Phantom Stocks)
- Die Mitteilungsfrist wurde von fünf auf drei Geschäftstage verkürzt. Dieselbe Frist gilt für die Veröffentlichung durch den Emittenten. Beide Fristen beginnen und enden gleichzeitig (nicht nacheinander!).
- Es gibt ein einheitliches Formular für die Mitteilung durch die Führungskraft und die Veröffentlichung durch den Emittenten.
- Es werden Zeiträume eingeführt, in denen Handelsverbote für Führungspersonen bestehen (sog. Closed Periods):
  - Ein Handelsverbot besteht jeweils 30 Kalendertage vor Veröffentlichung eines Jahresabschlussberichts oder eines Zwischenberichts, zu dessen Offenlegung eine Verpflichtung besteht.
  - Eine Person mit Führungsaufgaben darf in den Closed Periods weder direkt noch indirekt Eigengeschäfte oder Geschäfte für Dritte im Zusammenhang mit den Anteilen oder Schuldtiteln des

# Client Alert

Emittenten oder mit Derivaten oder anderen mit diesen in Zusammenhang stehenden Finanzinstrumenten tätigen.

- Es sind zwar Ausnahmen möglich (z.B. schwerwiegende finanzielle Schwierigkeiten, Belegschaftsaktienoptionsprogramm). Jedoch ist die Zustimmung durch den Emittenten notwendig.
- Das Handelsverbot gilt nur für Führungskräfte, nicht auch für Personen in enger Beziehung.

*Daraus ergibt sich folgender Handlungsbedarf:*

- *Erstellung einer Liste der betroffenen Führungskräfte und der zu diesen in enger Beziehung stehenden Personen und fortlaufende (!) Aktualisierung (regelmäßige Abfrage).*
- *Belehrung der Führungskräfte über den erweiterten Umfang der berichtspflichtigen Transaktionen und über die Pflichten im Zusammenhang mit Directors' Dealings einschließlich des Handelsverbots während der Closed Periods.*
- *Einholung der Nachweise über die Belehrung der in enger Beziehung zu Führungskräften stehenden Personen durch die Führungskräfte.*
- *Sicherstellung einer unverzüglichen Veröffentlichungsmöglichkeit, damit auch dann trotz parallelem Fristablauf fristgerecht veröffentlicht werden kann, wenn Directors' Dealings-Mitteilung erst am Tag des Fristablaufs beim Emittenten eingeht.*

### 3. Ad hoc-Mitteilungspflicht

Neue Regelungen im Zusammenhang mit der Ad hoc-Mitteilungspflicht betreffen die Selbstbefreiung und die Veröffentlichung von Ad hoc-Mitteilungen. Die wichtigsten Neuerungen im Einzelnen:

- Durch eine Selbstbefreiung kann sich ein Emittent von der Pflicht zur Ad hoc-Veröffentlichung einer Insiderinformation befreien. Voraussetzung ist jedoch die Gewährleistung der Geheimhaltung. Problematisch ist dies, sofern in der Presse bereits entsprechende Gerüchte veröffentlicht werden. Bislang gibt es nach der Praxis der BaFin die Möglichkeit, die Selbstbefreiung trotzdem aufrecht zu erhalten, sofern eine „no comment“-Policy beachtet wird. Dies wird zukünftig nicht mehr möglich sein. Ein Emittent muss sofort eine Veröffentlichung vornehmen, wenn ein Gerücht so präzise ist, dass ein Vertraulichkeitsbruch in der Sphäre des Emittenten zu vermuten ist.
- Die Dokumentationspflichten im Falle einer Selbstbefreiung werden erweitert:
  - Es ist neben dem Datum auch die Uhrzeit (!) des Entstehens der Insiderinformation und der Entscheidung über die Selbstbefreiung anzugeben.
  - Der voraussichtliche Veröffentlichungszeitpunkt der Insiderinformation ist anzugeben.
  - Die standardmäßig getroffenen Maßnahmen zur Sicherstellung der Vertraulichkeit, d.h. der Verhinderung des Informationszugangs innerhalb des Emittenten und ggü. Dritten (information barriers), sind zu beschreiben.

# Client Alert

- Es sind die Maßnahmen für den Fall zu beschreiben, dass die Vertraulichkeit nicht länger gewährleistet ist (insbesondere „Notfall“-Ad-hoc).
- Es wird weiterhin kein offizielles Muster für eine Selbstbefreiung geben.
- Die ESMA wird Leitlinien entwerfen, in denen die Voraussetzungen für eine Selbstbefreiung weiter konkretisiert werden.
- Ad hoc-Mitteilungen werden künftig mindestens fünf Jahre (statt bisher einen Monat) auf der Website des Emittenten unter Angabe von Datum und Uhrzeit (!) in chronologischer Reihenfolge zu veröffentlichen sein.

*Daraus ergibt sich folgender Handlungsbedarf:*

- *Anpassung des internen Verfahrens an die neuen Vorgaben zur Dokumentation einer Selbstbefreiung.*
- *Im Falle einer Selbstbefreiung ist zu überwachen, ob Gerüchte auftreten (Medienmonitoring)*
- *Schaffung klarer Zuständigkeitsregeln für Selbstbefreiung und Kommunikation mit der BaFin und IR-Dienstleistern zur Sicherstellung der Informationsbarrieren.*
- *Anpassung der Praxis zur Veröffentlichung einer Ad hoc-Mitteilung auf der eigenen Website.*

## 4. Insiderhandelsverbot und Marktsondierung

Das Insiderhandelsverbot wird um zusätzliche Tatbestände erweitert. Ergänzend sind nun die Stornierung oder Änderung eines Auftrags sowie das Handeln aufgrund einer Empfehlung erfasst. Gleichzeitig werden jedoch Ausnahmetatbestände definiert, die als sog. legitime Handlungen nicht vom Insiderhandelsverbot erfasst sein werden (z.B. Handeln bei Einrichtung interner Chinese Walls, Geschäfte zur Erfüllung vertraglicher Verpflichtungen, Umsetzung eigener Entscheidungen (Stake-Building), Aktienrückkaufprogramme).

Erstmals werden Regelungen für eine zulässige Kommunikation im Vorfeld von Kapitalmarkttransaktionen eingeführt (sog. Market Sounding). Diese beinhalten umfangreiche Prüf-, Verhaltens- und Dokumentationspflichten:

- Vor der Marktsondierung ist zu prüfen, ob eine Insiderinformation offengelegt werden soll. Die Gründe dafür sind schriftlich festzuhalten.
- Vor der Offenlegung der Insiderinformation ist die Zustimmung des Adressaten einzuholen, und dieser über die Vertraulichkeit und das Insiderhandelsverbot zu belehren.
- Während des Market Sounding ist zu dokumentieren, welche Informationen an welchen Adressaten offen gelegt wurden.
- Nach der Offenlegung hat der Adressat zu prüfen, ob und wann eine Information noch eine Insiderinformation ist. Der Adressat ist unverzüglich darüber zu informieren, wenn eine Information ihre Eigenschaft als Insiderinformation verliert.

# Client Alert

---

Bei Beachtung dieser Vorgaben kann so beispielsweise die Zeichnungsbereitschaft vor Platzierung von Wertpapieren oder die Verkaufsbereitschaft im Falle eines Übernahmeangebots bei Investoren rechtssicher abgefragt werden.

## 5. Verbot der Marktmanipulation

Der Tatbestand des Verbots der Marktmanipulation wird in der MAR durch Regelbeispiele und Indikatoren konkretisiert. Zukünftig wird auch der bloße Versuch der Marktmanipulation strafbar sein.

## C. Sanktionen

### 1. Erhöhter Bußgeldrahmen

Der Bußgeldrahmen für Verstöße gegen die kapitalmarktrechtlichen Pflichten wird zum Teil drastisch erhöht. Zukünftig beträgt das maximale Bußgeld bei Insidergeschäften für natürliche Personen EUR 5 Millionen und für Unternehmen EUR 15 Millionen. Bislang waren es lediglich EUR 200.000.

Neu ist weiterhin, dass das Bußgeld bei Unternehmen auch anhand des (Konzern-)Umsatzes bemessen werden kann. Bei Verstößen gegen die Ad hoc-Mitteilungspflicht sind dies beispielsweise bis zu 2%, bei Verstößen gegen das Insiderhandelsverbot oder das Marktmanipulationsverbot jeweils bis zu 15%.

Darüber hinaus kann zukünftig der Gewinn bis zur dreifachen Höhe des gezogenen wirtschaftlichen Vorteils abgeschöpft werden.

### 2. Neue Sanktionsmittel

Die Bußgeldentscheidungen werden zukünftig auf der Internetseite der BaFin für die Dauer von 5 Jahren veröffentlicht (sog. „naming and shaming“).

#### Ansprechpartner:

**Dr. Dirk Besse**

+49 (30) 72622.1331

[dbesse@mofocom](mailto:dbesse@mofocom)

**Dr. Sebastian Schwalm**

+49 (30) 72622.1331

[sschwalm@mofocom](mailto:sschwalm@mofocom)

#### Über Morrison & Foerster:

Morrison & Foerster ist eine international tätige Anwaltskanzlei von herausragendem Ruf. Im Jahr 1883 in San Francisco gegründet, beraten heute mehr als 1.000 Rechtsanwälte die weltweit führenden Technologie-, Medien-, Telekommunikations- und Life Science-Unternehmen sowie Finanzinstitute und Investmentbanken.

MoFoGermany auf Twitter: <https://twitter.com/mofogermany>

*Dieser Client Alert soll nur als allgemeiner Leitfaden dienen. Er ersetzt keine spezifische rechtliche Beratung.*