

Aktuelles von der BaFin: Marktmissbrauchsrecht

Kapitalmarktkonferenz 2017

Institute for Law and Finance



Präsident

Felix
Hufeld



Exekutiv-
direktorin
QIV

Béatrice
Freiwald



Exekutiv-
direktor
BA

Raimund
Röseler



Exekutiv-
direktor
VA

Dr. Frank
Grund



Exekutiv-
direktorin
WA

Elisabeth
Roegele

Struktur der Wertpapieraufsicht



- Das neue Marktmissbrauchsrecht
 - Regelungsansatz, -struktur und -merkmale
 - Rechtlicher Rahmen und Anwendungsbereich
- Verdachtsanzeigen
- Marktmanipulation
- Insiderrecht
- Market Sounding
- Ad-hoc – Publizität
- Insiderlisten
- Directors' Dealings

Entwicklung ist Antwort auf

- Finanzkrise
- Missstände (Erwgg 44: insb. Referenzwertmanipulation)
- Veränderung von Markt- und Handelspraktiken
- Technologische Entwicklungen
- Regulierungsgefälle, das durch Richtlinientechnik und mitgliedstaatliche Beaufsichtigung entstanden ist (Erwgg. 4 und 5)

Reform des Sanktionsregimes und Schaffung eines einheitlichen Kapitalmarktstrafrechts

- Transparenzrichtlinie II (RL 2013/50/EU)
- Marktmissbrauchsverordnung (VO (EU) Nr. 596/2016) – „MAR“
- Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Richtlinie 2014/57/EU) – „CSMAD“)

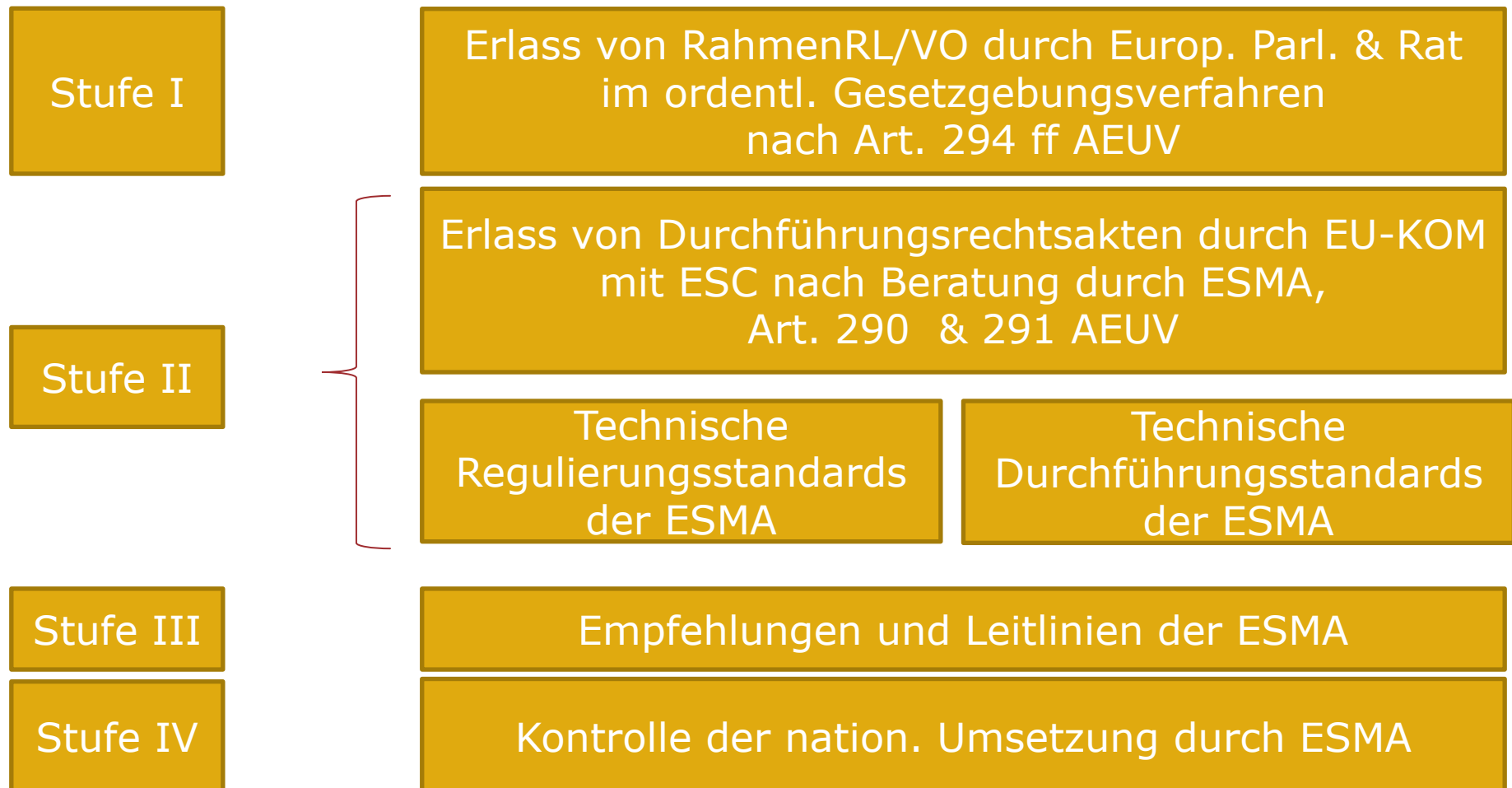
- Europaweites einheitliches Regelwerk (*EU Single Rulebook*)
 - Geringere Harmonisierungsdifferenzen
 - Geringere Differenzen in der Aufsichtspraxis (ESMA !)
- Kernbereiche in europäischen Verordnungen geregelt: Insiderrecht, Marktmanipulation, Ad hoc-Publizität, Directors' Dealings, Finanzanalyse
- Verlagerung von Ebene II-Bestimmungen in Verordnungen
- Umfangreiche Ermächtigungen für KOM und ESMA

- Präzisierung unbestimmter Rechtsbegriffe
- Kodifizierung von EuGH – Rspr. (Erwgg. 16, 17, 24)
- Konkrete Detailregelungen (z.B. verbotene Marktpraktiken)
- Neue und konkretisierte Safe-Harbour-Regelungen

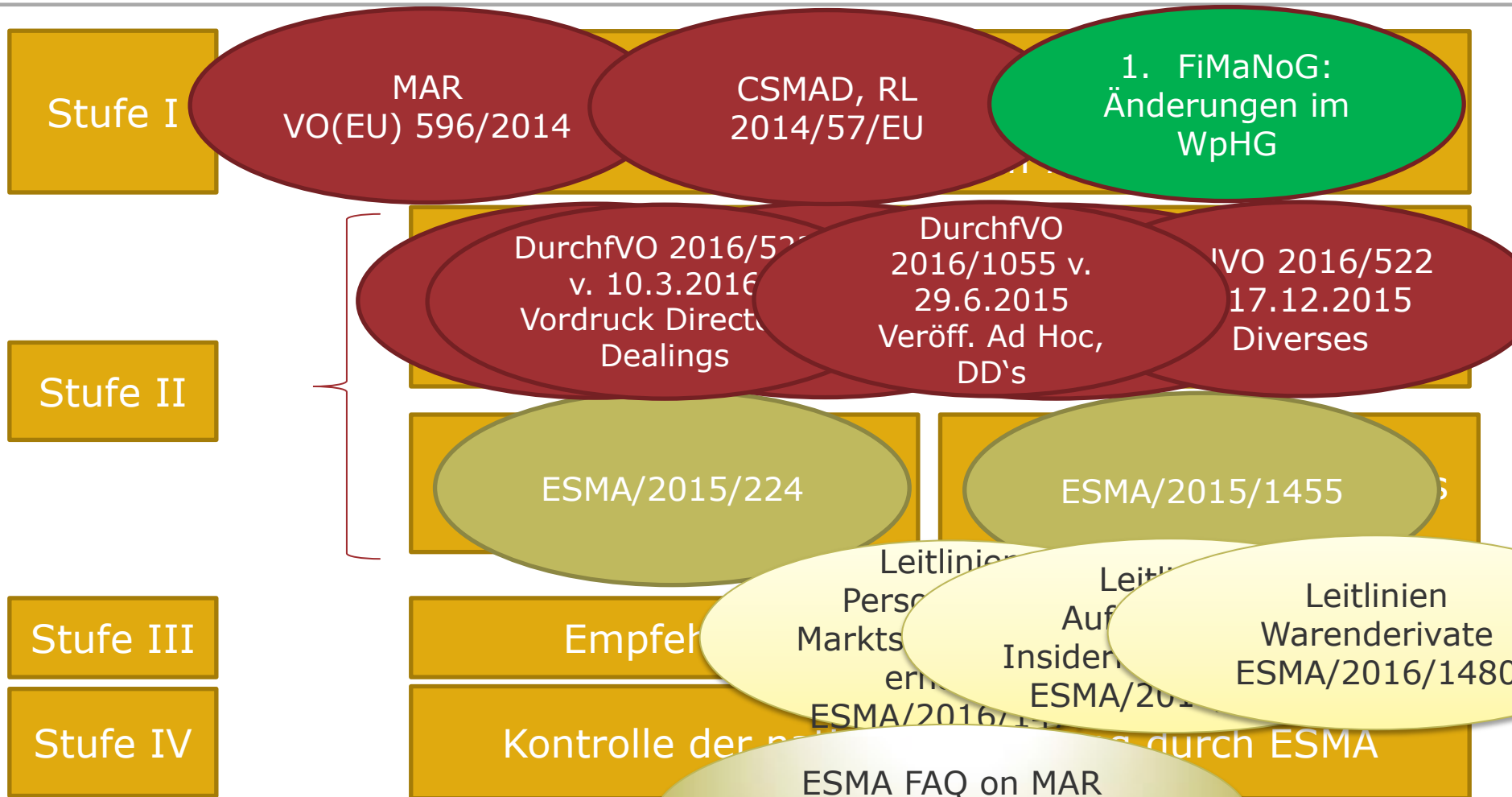


Trotz Beibehaltung von Bekanntem
praktisch durchgehende Änderungen!

Rechtlicher Rahmen/Lamfalussyverfahren



Rechtlicher Rahmen/Lamfalussyverfahren



Anwendung der Tatbestände der MAR

Erweiterung bei Handelsplätzen (bisher: Geregelte Märkte)

- Multilaterale Handelssysteme (MTF)
- Organisierte Handelssysteme (OTF), (**ab 03.01.2018**)
- OTC gehandelte Derivate

Ausweitung auf

- Emissionszertifikate (**ab 03.01.2018**)
- Warenderivatemärkte

MAR: Unmittelbare Geltung in den MS seit 03.07.2016

CSMAD: Umsetzungsfrist bis 03.07.2016 (→ FiMaNoG I vom 30.06.2016 mit Änderung im WpHG)

Verdachtsanzeigen

Art. 16 Abs. 1 MAR

Verpflichtete

- Betreiber von Märkten
- Wertpapierfirmen, die einen Handelsplatz betreiben

Inhalt

- Schaffung und Aufrechterhaltung von wirksamen Regelungen, Systemen und Verfahren
- zur Vorbeugung und Aufdeckung von Marktmissbrauch und dem Versuch hierzu
- Unverzögliche Meldung von verdächtigen Aufträgen und Geschäften (einschließlich deren Stornierung und Änderung) an zuständige Behörde

Verdachtsanzeigen

Art. 16 Abs. 2 MAR

Verpflichtete

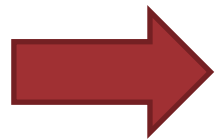
- Personen, die gewerbsmäßig Geschäfte vermitteln oder ausführen

Inhalt

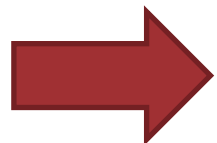
- Schaffung und Aufrechterhaltung von wirksamen Regelungen, Systemen und Verfahren
- Zur Aufdeckung von Marktmissbrauch und dem Versuch hierzu
- Unverzügliche Unterrichtung der zuständigen Behörde, sobald der begründete Verdacht besteht, dass ein Auftrag oder ein Geschäft oder den Versuch hierzu darstellt – unabhängig davon, ob auf der Auftrag oder das Geschäft an einem Handelsplatz stattfindet

Was schützt das Verbot der Marktmanipulation nach Art. 15 MAR?

Schutz der Zuverlässigkeit und Wahrheit der Preisbildung an den Börsen und Märkten im Interesse ihrer Funktionsfähigkeit



Schutz des Vertrauens der Anleger in die Zuverlässigkeit und Wahrheit der Preisfindung für ein Finanzinstrument



Börsenpreise sollen freies Spiel von Angebot und Nachfrage abbilden und aufgrund unbeeinflusster „nicht manipulierter“ Marktbedingungen zustande kommen

Bis 02.07.2016:

- Allgemeine Regelung in § 20a WpHG
- Konkretisierung durch Fallgruppen in MaKonV (2005)

Ab 02.07.2016

- Art. 12 Abs. 1 MAR: Basisdefinition der Marktmanipulation
- Art. 12 Abs. 2 MAR: nicht abschließender Katalog von Verhaltensweisen, die als Marktmanipulation gelten
- Art. 12 Abs. 3 MAR: nicht abschließender Katalog von Indikatoren für marktmanipulative Handlungen
- Durchführungsverordnung (EU) 2014/522 zur Klarstellung der Indikatoren

Übersicht: Marktmanipulationstatbestände

Marktmanipulationsverbot in vier Hauptkategorien:

- Art. 15 i.V.m. Art. 12 Abs. 1 lit. a – Handelsgestützte Manipulation
- Art. 15 i.V.m. Art. 12 Abs. 1 lit. b – Sonstige Täuschungshandlung
- Art. 15 i.V.m. Art. 12 Abs. 1 lit. c – Informationsgestützte Manipulation
- Art. 15 i.V.m. Art. 12 Abs. 1 lit. d – Referenzwertbezogene Manipulation

➔ Manipulationshandlungen konkretisiert in Art. 12 Abs. 2 (*Regelbeispiele*) und Art. 12 Abs. 3 i.V.m. Anhang 1 (*Indikatoren für handelsgestützte Manipulation*)

➔ Manipulationsverbot gilt für Handlungen und Unterlassungen in der Union und in Drittländern in Bezug auf die in den Schutzbereich fallenden Instrumente

Ordnungswidrigkeit

✓ Vorsätzlich oder leichtfertig begangene Tathandlung

✓ Verbotstatbestand nach Art. 15 i.V.m. Art. 12 MAR erfüllt

Bußgeld

bis zu 5 Mio. € für nat. Pers., bis zu 15 Mio. € oder 15 % des jährlichen Umsatzes bei jur. Pers.

Straftat

✓ Vorsätzlich begangene Tathandlung oder Tatentschluss

✓ Verbotstatbestand nach Art. 15 i.V.m. Art. 12 MAR erfüllt oder unmittelbares Ansetzen

✓ Tatsächliche Einwirkung auf den Börsenpreis, Preis an MTF/OTF oder Referenzwertberechnung

Freiheitsstrafe

bis zu 5 Jahren oder Geldstrafe (bei Qualifikation 1-10 Jahre)

Qualifizierte Marktmanipulation: § 38 Abs. 5 WpHG

§ 38 Abs. 5 WpHG-E

(5) Mit Freiheitsstrafe von einem Jahr bis zu zehn Jahren wird bestraft, wer in den Fällen des Absatzes 1 Nummer 2

1. gewerbsmäßig oder als Mitglied einer Bande, die sich zur fortgesetzten Begehung solcher Taten verbunden hat, handelt

oder

2. in Ausübung seiner Tätigkeit für eine inländische Finanzaufsichtsbehörde, ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, eine Börse oder einen Betreiber eines Handelsplatzes handelt

➔ Verbrechenstatbestand

➔ Praktische Konsequenzen: Bewährungsstrafe unwahrscheinlich, Haftbefehl leichter zu erwirken u.a.

Naming and Shaming: Art. 34 MAR i.V.m. § 40d WpHG

- Verpflichtende unverzügliche Veröffentlichung von Entscheidungen über Maßnahmen und Sanktionen (nicht strafrechtliche Ermittlungsverfahren und Urteile) nach Unterrichtung auf Internetseite unter Nennung des Verstoßes und der Identität der Beteiligten
- Hinweis, falls nicht bestands-/rechtskräftige Entscheidung bzw. Einlegung eines Rechtsbehelfs
- Ausnahmen (Aufschieben der bzw. anonyme Bekanntmachung) nur bei Unverhältnismäßigkeit oder Gefährdung laufender Ermittlungen oder der Stabilität der Finanzmärkte
- Löschung nach 5 Jahren (personenbezogene Daten, sobald nicht mehr erforderlich)

- Vorlage von Unterlagen, § 4 Abs. 3 WpHG
- Laden und Vernehmen von Personen, § 4 Abs. 3 WpHG
- NEU: Herausgabeverlangen von Verkehrsdaten gegenüber Telekommunikationsbetreiber, § 4 Abs. 3 lit. c WpHG
- NEU: Herausgabeverlangen von aufgezeichneten Telefongesprächen und elektronischen Mitteilungen sowie von Verkehrsdaten gegenüber Wertpapierdienstleistungs-unternehmen, Kredit- und Finanzinstituten, § 4 Abs. 3 lit. d WpHG
- Betretensrechte, § 4 Abs. 4 WpHG
- NEU: Sicherstellungs- und Beschlagnahmereghechte bzw. Antragsrecht, § 4 Abs. 4, Abs. 4 lit. a, Abs. 4 lit. b WpHG

Insiderinformation nach Art. 7 MAR

- präzise Information
- nicht öffentlich bekannt
- die direkt oder indirekt den Emittenten oder das Finanzinstrument betrifft
- Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung (Handelsanreiz für einen verständigen Anleger, Art. 7 Abs. 4 MAR)

- ✓ EuGH-Rspr. „*Gelt*“ zu mehrstufigen/zeitlich gestreckten Sachverhalten kodifiziert (Rs. C-19/11):
 - ⇒ Einzelner Umstand kann bereits Insiderinformation sein
- ✓ Auch EuGH-Rspr. zu „*Lafonta*“ (Rs. C-628/13) gilt:
 - ⇒ Erfassung der Kursrichtung ist unerheblich

Verbot von Insidergeschäften

- Tätigen von Insidergeschäften unter Nutzen der Insiderinformation

Stornierung oder Änderung unter Nutzung von Insiderinformationen ebenfalls vom Verbot erfasst

- ✓ Nutzung wird vermutet, wenn Täter über Insiderinformation verfügt
- ✓ EuGH Rspr. *Spector Photo Group* in Erwgg. 24 und Art. 9 (Rs. C-45/08)

- Verleitung und Empfehlung eines Dritten zu Insidergeschäften
- Unrechtmäßige Offenlegung (früher: "Weitergabeverbot")

Insiderrecht: „Legitime Handlungen“, Art. 9 MAR

- Angemessene interne Regelungen (Chinese Walls)
- Market Maker
- Oderausführende Stelle
- Erfüllung einer vor Kenntniserlangung der Insiderinformation entstandenen Verpflichtung
- Besondere Ausnahmen für öffentliche Übernahmen, **aber**: gelten nicht für Beteiligungsaufbau (*stake building*)
- Keine Nutzung von Insiderinformationen, wenn Umsetzung eigener Transaktionsabsicht

Begriff (Art. 11 Abs. 1 MAR)

- Ansprache ausgewählter Anleger um
- Erfolgsaussichten und mgl. Bedingungen einer Platzierung von Finanzinstrumenten einzuschätzen

Funktion (Erwägungsgrund 32 MAR)

- Marktsondierungen als wertvolles Instrument zur Einschätzung von Platzierungschancen im Rahmen der Kommunikation mit Aktionären
- Transaktionssicherheit insb. bei volatilen und unsicheren Marktverhältnissen
- bedeutsam für Funktionieren der Märkte

Marktsondierungen – Art. 11 Abs. 1 und 2 MAR

Fälle (Erwägungsgrund 33 MAR)

- *Block Trades*
- Privatplatzierungen (Umplatzierungen, Kapitalerhöhungen)

Marktsondierungen erfolgen durch

- Emittenten
- Zweitanbieter der Finanzinstrumente, der
 - in vom üblichen Handel abweichender Menge od. Wert anbietet
 - Verkaufsmethode verwendet, die auf Vorabbewertung des potenziellen Interesses möglicher Anleger beruht

Dritte, die in deren Auftrag oder auf deren Rechnung handeln

Marktsondierungen - Art. 11 Abs. 3 und 5 MAR



Prüfung, ob Insiderinformationen offengelegt werden sollen

- vor Durchführung der Sondierung (Aktualisierungspflicht)
- Ergebnis und Gründe sind schriftlich aufzuzeichnen

Einholung der Zustimmung des Anlegers, dass Insiderinformationen übermittelt werden.

Belehrung des Anlegers über

- Verbot des Erwerbs oder Veräußerung der betreffenden Finanzinstrumente unter Nutzung von Insiderinformationen
- einschließlich Stornierung oder Änderung eines Auftrags sowie des Versuchs
- Verpflichtung zur Vertraulichkeit

Marktsondierungen - Art. 11 Abs. 5 und 6 MAR



Aufzeichnungen sind zu erstellen über

- sämtliche übermittelte Informationen
- Prüfung, ob die übermittelten Informationen als Insiderinformationen eingeschätzt werden
- Identität des Anlegers sowie dessen Belehrung und Zustimmung
- Datum und Uhrzeit jeder Offenlegung

und der zuständigen Behörde auf deren Ersuchen zur Verfügung zu stellen

Sog. *Cleansing*

- unverzügliche Information des Anlegers
- wenn Informationen ihre Eigenschaft als Insiderinformationen verlieren
- NB: Anleger muss seine eigene Einschätzung treffen

Veröffentlichung von Insiderinformationen „Ad hoc“, Art. 17 MAR



- Insiderinformationen, die den Emittenten unmittelbar betreffen
- so bald wie möglich (Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 1 MAR), = unverzüglich
- europaweite Verbreitung (Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 2 S. 1, Abs. 10 (a) MAR in Verbindung mit Art. 2 DVO (EU) 2016/1055)
- auf eigener Homepage, für 5 Jahre (Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 2 S. 3 MAR); weitere Anforderungen in Art. 3 DVO (EU) 2016/1055 (insb. kostenfrei, leicht auffindbar und in chronologischer Reihenfolge)
- Speicherung im Unternehmensregister (= „amtlich bestelltes System“ i.S.d. Art. 21 der RL 2004/109/EG, Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 2 S. 1 MAR in Verbindung mit § 15 Abs. 1 WpHG)



Aufschub der Veröffentlichung von Insiderinformationen „Ad hoc“, Art. 17 MAR

Aufschub der Veröffentlichung wie bisher möglich, wenn

- berechtigtes Interesse des Emittenten
- keine Irreführung der Öffentlichkeit (Art. 17 Abs. 4 Unterabs. 1 b) MAR)
- Gewährleistung der Vertraulichkeit

Emittent hat Aufschubgründe bei späterer Ad-hoc-Veröffentlichung der zuständigen Behörde mitzuteilen.

aber: sofortige Offenlegung erforderlich, wenn

- Vertraulichkeit nicht mehr sichergestellt oder
- präzise Gerüchte über aufgeschobene Insiderinformation, unerheblich, wo/bei wem das Informationsleck zu verorten ist (soweit im Emittentenleitfaden noch auf die Sphäre des Emittenten abgestellt wird, ist diese Auslegung nicht mehr vertretbar)

Besonderer Aufschubgrund für systemrelevante Kreditinstitute.

Zuständige Behörde richtet sich nach Sitz bzw. (liquidestem) Markt der Finanzinstrumente.

Insiderlisten, Art. 18 MAR, VO (EU) 2016/347



Adressaten: Emittenten oder in ihrem Auftrag oder auf ihre Rechnung handelnde Personen

Inhalt

- Identität der Person (u.a. Wohnadresse, dienstl. und priv. Festnetz- sowie Mobilrufnummern)
- Funktion und Grund für Aufnahme in die Liste
- Zeitpunkt (Datum und Uhrzeit) des Zugangs

Format

- Eine Liste mit insiderinformationsbezogenen Abschnitten („Deal-specific“/„event-based“), wahlweise ergänzt durch „permanente“ Insider
- Vordruck in DurchfVO (EU) 2016/347 ist zwingend (Erleichterungen für KMU-Emittenten)
- Elektronisches, sicheres Format ist zwingend (Erleichterungen für KMU-Emittenten)

Unverzögliche Aktualisierungspflicht unter Beibehaltung der Chronologie.

5-jährige Aufbewahrungsfrist.

1. Mitteilungspflichtige Personen

- Führungskräfte (Art. 3 Abs. 1 Nr. 25 MAR)
- mit diesen eng verbundene Personen (Art. 3 Abs. 1 Nr. 26 MAR)
- von Emittenten, die an geregelterm Markt/MTF/OTF zugelassen sind oder die Zulassung beantragt oder genehmigt haben

- Auslöser auch Bekanntgabe vorläufiger Zahlen, sofern i.W. gleich mit endgültigen Zahlen
 - ESMA FAQ No. 2 on MAR, Section 2 Managers' Transactions
 - ➔ BaFin FAQ zu Art. 19 MAR, 7. Version, VI.2.
- kein Auslöser: Quartalsmitteilung nach § 51a BörsO FWB, auch nicht, wenn „überschießend“ (§ 51a Abs. 6 BörsO FWB)
 - ➔ BaFin FAQ zu Art. 19 MAR, 7. Version, VI.3. und VI.4.
- Zulässig ist Abschluss des Verpflichtungsgeschäfts vor Beginn und Vollzug des Erfüllungsgeschäfts im Handelsverbotszeitraum
 - ➔ BaFin FAQ zu Art. 19 MAR, 7. Version, VI.6

Ausnahmen vom Handelsverbot (Art. 19 Abs. 12 MAR)

- „Einzelfallerlaubnis“ seitens des Emittenten bei außergewöhnlichen Umständen z.B. schwerwiegende finanzielle Schwierigkeiten, die Notverkauf erfordern (Art. 19 Abs. 12 Buchst. a) MAR), Art. 7 und 8 DelVO (EU) 2016/522
 - „Erlaubnis“ des Emittenten, wenn bedingt durch die Merkmale des betreffenden Geschäfts z.B. Belegschaftsaktienprogramme, Arbeitnehmersparpläne (Art. 19 Abs. 12 Buchst b) MAR), Art. 8 und 9 DelVO (EU) 2016/522
- ➔ **BaFin FAQ zu Art. 19 MAR, 7. Version, VII.1. bis VII.4.**

- Emittent ist verpflichtet (Art. 19 Abs. 3 MAR)
- Frist: unverzüglich, spätestens 3 Geschäftstage nach der Transaktion (!)
 - ➔ **BaFin FAQ zu Art. 19 MAR, 7. Version, IV.4**
- Europaweite Verbreitung (Art. 19 Abs. 3, Art. 17 Abs. 10 Buchst. a) MAR in Verbindung mit Art. 2 VO (EU) 2016/1055
- Speicherung im Unternehmensregister (amtlich bestelltes System, Art. 19 Abs. 3 Unterabs. 2 MAR in Verbindung mit § 15 Abs. 2 WpHG)
- Belegübermittlung an BaFin, § 15 Abs. 2 WpHG

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

Thomas Eufinger

Abteilungsleiter Marktüberwachung, Marktinfrastruktur

thomas.eufinger@bafin.de

Tel.: 0228 4018 3135