

Mit Wirkung zum 03.07.2016 wurden Insiderhandel und Marktmanipulation durch eine neue Verordnung der EU über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung (EU) 596/2014 vom 16.4.2014, **Market Abuse Directive, MAR**), die in ganz Europa bereits im Jahre 2014 als unmittelbar geltendes Recht in Kraft gesetzt wurde, auf eine neue rechtliche Grundlage gestellt. Zum gleichen Zeitpunkt mussten die Mitgliedsstaaten nach Maßgabe der Richtlinie 2014/57/EU vom 16.04.2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulationen (**CRIM-MAD**) ihr strafrechtliches Regime bei Marktmissbrauch in Bezug auf bestimmte Mindestanforderungen neu und einheitlich regeln.

Die frühere Richtlinie 2003/6/EG vom 28.1.2003 über Insidergeschäfte und Marktmanipulation (Market Abuse Directive, MAD) wurde gleichzeitig aufgehoben.

Verstöße gegen die neu definierten Verbote von Insidergeschäften und Marktmanipulation werden seitdem deutlich schärfer sanktioniert.

Die **Gründe für die Neuregelung** sind vielfältig:

Die bisher geltende Richtlinie 2003/6/EG hat europaweit nicht zu einheitlichen Regelungen geführt, weil sie viele nationale Regelungsspielräume offen ließ. Als Folge der unterschiedlichen Standards waren Wettbewerbsverzerrungen, Handelshemmnisse und eine Aufsichtsarbitrage unter den Ländern in der EU entstanden. Die Finanzkrise von 2008 hatte einige Mängel der bisherigen Regelungen zutage gefördert. Komplizierte nationale Regelungswerke verringerten zudem die Rechtssicherheit.

Zur Verbesserung der Integration und Effizienz, aber auch der Transparenz der Finanzmärkte war es daher nach Meinung der EU-Kommission notwendig geworden, einen neuen europaweit gültigen Rechtsrahmen zur Verbesserung der Marktintegrität zu schaffen. Dies ist in Gestalt einer neuen europäischen Verordnung zum Marktmissbrauch (MAR) geschehen. Als EU-Verordnung bedurfte sie – anders als noch die MAD - keiner nationalen Umsetzung mehr und ist in den EU-Ländern daher unmittelbar anwendbares Recht. Obwohl die MAR und auch die CRIM-MAD bereits in weit höherem Maße als ihre Vorgängerin konkrete Vorschriften zu typischen Fällen des Marktmissbrauchs enthalten, wurden die EU-Kommission und die Europäische Wertpapier- und Marktaufsicht ESMA zusätzlich ermächtigt, im Lamfalussy-Prozess noch weitergehende konkretisierende und ergänzende Regelungen zu erlassen sowie (nicht unmittelbar bindende) Empfehlungen geben. Daraus wird sich ein überaus dichtes Regelwerk zum Marktmissbrauch ergeben, das auch laufend fortgeschrieben werden wird.

Der Oberbegriff des **Marktmissbrauchs**, von dem die MAR ausgeht, umfasst sowohl **Insidertatbestände** als auch **Marktmanipulationen verschiedener Art**.

Eine wesentliche Neuerung ist, dass der Geltungsbereich der Missbrauchstatbestände ausgedehnt wurde. Während sich die bisherige Richtlinie 2003/6/EG auf den Handel auf geregelten Märkten bezog, sind nunmehr auch multilaterale oder organisierte Handelssysteme und andere Handlungen oder Maßnahmen einbezogen, die außerhalb eines Handelsplatzes durchgeführt werden, sich aber auf Finanzinstrument auswirken können, die auf diesen Märkten gehandelt werden oder für die ein Zulassungsantrag zu einem dieser Märkte oder Handelssysteme gestellt ist.

Diese Ausdehnung des Anwendungsbereichs führt unter anderem dazu, dass nunmehr auch für die Emittenten von im Freiverkehr gehandelten Wertpapieren wesentlich strengere Anforderungen gelten.

Die Betreiber von geregelten Märkten, multilateralen oder organisierten Handelssystemen wurden zu höherer Transparenz verpflichtet, indem sie unverzüglich ausführliche Angaben zu den zum Handel zugelassenen oder zuzulassenden Finanzinstrumenten an die zuständigen nationalen Aufsichtsbehörden übermitteln müssen, die diese Meldungen sodann zum Zwecke der Veröffentlichung an die ESMA weiterleiten.

I. Insidertatbestände

1. Insiderinformationen

Art. 7 der Marktmissbrauchsverordnung hält – wie schon die vorausgegangene Richtlinie 2003/6/EG (MAD) - an dem Begriff der „Insiderinformationen“ fest und definiert ihn im Wesentlichen in Übereinstimmung mit dem früheren § 13 Abs. 1 WpHG als

- nicht öffentlich bekannte präzise Information
- die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder ein oder mehrere Finanzinstrument betrifft und
- die im Falle ihres öffentlichen Bekanntseins geeignet wäre, den Kurs dieses Finanzinstrument oder den Kurs eines damit verbundenen derivativen Finanzinstruments erheblich zu beeinflussen.

Nachdem der EuGH für die Auslegung der europarechtlichen Vorschrift zuständig ist, kann seine bisherige Rechtsprechung zu diesen Tatbestandsmerkmalen herangezogen werden.

Für die Händler in Wertpapierhandelshäusern sowie andere Personen, die mit der Ausführung von Aufträgen in Bezug auf Finanzinstrument beauftragt sind, sind Insiderinformationen auch Mitteilungen von Kunden, die sich auf noch nicht ausgeführte Aufträge des Kunden in Bezug auf Finanzinstrumente beziehen, die präzise sind, direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betreffen und die im Falle ihres öffentlichen Bekanntseins geeignet wären, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder zugehöriger derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen.

Als „präzise“ sind Insiderinformationen dann anzusehen, wenn damit

- eine Reihe von Umständen gemeint ist, die bereits gegeben sind oder bei denen man vernünftigerweise erwarten kann, dass sie in Zukunft gegeben sein werden,
- oder ein Ereignis, das bereits eingetreten ist oder von dem vernünftigerweise erwartet werden kann, dass es in Zukunft eintreten wird
- und wenn diese Informationen darüber hinaus spezifisch genug sind, um einen Schluss auf die mögliche Auswirkung dieser Reihe von Umständen oder Ereignisse auf die Kurse des Finanzinstruments oder des damit verbundenen derivativen Finanzinstruments zuzulassen.

Bei zeitlich gestreckten Vorgängen, die einen bestimmten Umstand oder ein bestimmtes Ereignis herbeiführen sollen oder hervorbringen, kann sowohl der bestimmte künftige Umstand oder das bestimmte künftige Ereignis als solches eine „präzise“ Information sein, als auch die Zwischenschritte, die zu diesem Umstand oder Ereignis führen bzw. damit verbunden sind. Ob auch die Zwischenschritte je für sich als „präzise“ Informationen zu werten sind, hängt davon ab, ob sie jeweils die Kriterien für Insiderinformationen erfüllen.

Die Frage der Kursrelevanz ist danach zu beurteilen, ob ein „verständiger Anleger“ die Informationen wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen würde.

2. Insidergeschäfte und Insiderverbote

Das Tätigen von Insidergeschäften und der Versuch hierzu sind gemäß Art. 14 MAR verboten.

Verboten ist auch, Dritten zu empfehlen oder sie dazu anzustiften, Insidergeschäfte zu tätigen.

Verboten ist weiter die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen.

Handelsverbot. Ein Insidergeschäft liegt nach Art. 8 Abs. 1 der MAR. vor, wenn eine Person über Insiderinformationen verfügt und unter Nutzung derselben für eigene oder fremde Rechnung direkt oder indirekt Finanzinstrumente, auf die sich die Informationen beziehen, erwirbt oder veräußert. Dies entspricht der bisherigen Regelung der MAD. Neu ist hingegen, dass auch das Stornieren oder Ändern eines Auftrags in Bezug auf ein Finanzinstrument hierzu gehören, wenn der Auftrag vor Erlangung der Insiderinformation erteilt wurde.

Empfehlungsverbot. Eine Empfehlung von Insidergeschäften oder die Anstiftung hierzu liegt vor, wenn eine Person auf der Grundlage von Insiderinformationen einem Dritten den Erwerb oder die Veräußerung von Finanzinstrumenten empfiehlt, auf die sich die Informationen beziehen oder wenn sie hierzu anstiftet.

Gleiches gilt, wenn eine Person auf der Grundlage von Insiderinformationen einem Dritten empfiehlt, einen Auftrag, der ein Finanzinstrument betrifft und auf den sich die Informationen beziehen, zu stornieren oder zu ändern oder wenn sie hierzu anstiftet.

Auch der Nutzer einer solchen Empfehlung oder Anstiftung erfüllt den Tatbestand des Insidergeschäfte, wenn er weiß oder wissen sollte, dass die Empfehlung oder die Anstiftung auf Insiderinformationen beruht (Art. 8 Abs. 3 MAR).

Personenkreis der Insider. Art. 8 Abs. 4 MAR umschreibt den Personenkreis, der als Insider gilt, wenn er über Insiderinformationen verfügt, nämlich

- wer dem Verwaltung-, Leitung- oder Aufsichtsorgan des Emittenten angehört;
- wer am Kapital des Emittenten beteiligt ist;
- wer aufgrund der Ausübung einer Arbeit oder eines Berufs oder der Erfüllung von Aufgaben Zugang zu den betreffenden Informationen hat oder

- wer an kriminellen Handlungen beteiligt ist.

Insider ist auch, wer unter anderen Umständen (als den vorgenannten) Insiderinformationen besitzt und weiß oder wissen müsste, dass es sich dabei um Insiderinformationen handelt.

Juristische Personen. Soweit juristische Personen als Insider in Betracht kommen, sind Insider auch die natürlichen Personen, die nach Maßgabe des nationalen Rechts an dem Beschluss, den Erwerb, die Veräußerung, die Stornierung oder Änderung eines Auftrags für Rechnung der betreffenden juristischen Person zu tätigen, beteiligt sind oder diesen beeinflussen (Art. 8 Abs. 5 MAR).

Safe-Harbour-Regelung. Art. 9 der MAR enthält eine Reihe von Ausnahmetatbeständen zu den Insiderhandels- und -weitergabeverboten, die sich als legitime Handlungen darstellen (Safe-Harbour-Regeln):

Bei einer juristischen Person, die im Besitz von Insiderinformationen ist oder war, wird nicht angenommen, dass sie diese Informationen für ein Insidergeschäft genutzt hat, wenn diese juristische Person

- zuvor angemessene und wirksame interne Regelungen und Verfahren eingeführt, umgesetzt und aufrechterhalten hat, durch die wirksam sichergestellt ist, dass weder die natürliche Person, die in ihrem Auftrag den Beschluss zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten gefasst hat, auf den sich die Insiderinformation bezieht, noch irgend eine andere natürliche Person, die diesen Beschluss in irgendeiner Weise beeinflusst haben könnte, im Besitz der Insiderinformationen gewesen ist und
- wenn sie die natürliche Person, die im Auftrag der juristischen Person Finanzinstrumente, auf die sich die Informationen beziehen, erworben oder veräußert hat, nicht auffordert, ihr keine Empfehlungen gegeben, sie nicht angestiftet oder anderweitig beeinflusst hat.

Bei einem Market Maker oder einer zugelassenen Gegenpartei für diejenigen Finanzinstrumente, auf die sich die Insiderinformationen beziehen, wird allein aufgrund dieser Marktstellung nicht angenommen, dass er/sie die Insiderinformationen genutzt hat und auf deren Grundlage Insidergeschäfte getätigt hat, wenn er/sie den Erwerb oder die Veräußerung der Finanzinstrumente, auf welche sich die Informationen beziehen, regelmäßig im Zuge der normalen Ausübung seiner/ihrer Funktion als Market Maker oder Gegenpartei getätigt hat.

Wenn eine Person zur Ausführung von Aufträgen für Dritte zugelassen ist und der Erwerb oder die Veräußerung von Finanzinstrumenten, auf die sich der Auftrag bezieht, dazu dient, einen solchen Auftrag rechtmäßig im Zuge der normalen Ausübung der Beschäftigung, des Berufs oder der Aufgaben dieser Person auszuführen.

Aufgrund der bloßen Tatsache, dass eine Person im Besitz von Insiderinformationen ist, wird nicht angenommen, dass sie diese Informationen genutzt und auf deren Grundlage Erwerbs- oder Veräußerungsgeschäfte getätigt hat, wenn die Person in gutem Glauben und nicht zur Umgehung des Insidergeschäftsverbots gehandelt hat, um einer fällig gewordenen Verpflichtung nachzukommen und wenn diese Verpflichtung auf einer Auftragserteilung oder einer Vereinbarung aus der Zeit vor dem Erhalt der Insiderinformation beruht oder wenn mit dem Geschäft eine rechtliche Verpflichtung oder

Regulierungsaufgabe erfüllt wird, die vor dem Erhalt der Insiderinformationen entstanden ist. (Art. 9 Abs. 3 MAR).

Aufgrund der bloßen Tatsache dass eine Person Insiderinformationen besitzt, wird nicht angenommen, dass sie diese auch genutzt hat, um Insidergeschäfte zu tätigen, wenn sie diese Informationen im Zuge der Übernahme eines Unternehmens oder eines Unternehmenszusammenschlusses auf der Grundlage eines öffentlichen Angebots erworben hat und die Insiderinformationen ausschließlich nutzt, um den Zusammenschluss oder die Übernahme auf der Grundlage eines öffentlichen Angebots weiterzuführen, vorausgesetzt, dass zum Zeitpunkt der Genehmigung des Unternehmenszusammenschlusses oder der Annahme des Angebots durch den Anteilseigner des betreffenden Unternehmens sämtliche Insiderinformationen öffentlich gemacht worden sind oder auf andere Weise ihren Charakter als Insiderinformationen verloren haben.

Dies gilt nicht für den Beteiligungsaufbau.

Die bloße Tatsache, dass eine Person weiß, dass sie beschlossen hat, Finanzinstrumente zu erwerben oder zu veräußern und sie dieses Wissen beim Erwerb oder der Veräußerung der Finanzinstrumente nutzt, stellt für sich genommen noch keine Nutzung von Insiderinformationen dar. (Art. 9 Abs. 5 MAR).

Ungeachtet dieser Ausnahmetatbestände für legitime Handlungen gilt dies nicht und liegt ein Verstoß gegen das Verbot von Insidergeschäften vor, wenn die zuständige Behörde feststellt, dass sich hinter den betreffenden Handelsaufträgen, Geschäften oder Handlungen ein rechtswidriger Grund verbirgt (Art. 9 Abs. 6 MAR).

Mit dieser generalklauselartigen Bestimmung wird den umfangreichen Safe-Harbour-Regeln wieder ein erheblicher Teil der erstrebten Rechtssicherung genommen.

3. **Unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen**

Als unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen definiert Art. 10 Abs. 1 MAR den Tatbestand, dass eine Person, die über Insiderinformationen verfügt, diese Informationen gegenüber einer anderen Person offenlegt, es sei denn, die Offenlegung geschieht im Zuge der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufs oder der normalen Erfüllung von Aufgaben.

Dieses Verbot der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen gilt auch für den in Art. 8 Abs. 4 genannten Kreis von natürlichen oder juristischen Personen bzw. die dort aufgeführten Umstände (also den Personenkreis, an den sich die Insiderverbote richten, wenn er über Insiderinformationen verfügt).

Als unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen gilt auch die Weitergabe von Empfehlungen oder das Anstiften anderer, nachdem man selbst angestiftet wurde, wenn der Weitergebende oder der Anstifter weiß oder wissen sollte, dass die Empfehlung bzw. Anstiftung auf Insiderinformationen beruht (Art. 10 Abs. 2 MAR).

4. **Marktsondierungen**

Als Marktsondierung bezeichnet Art. 11 MAR die Übermittlung von Informationen durch einen Emittenten oder einen professionellen Zweitanbieter vor der Ankündigung eines

Geschäfts an einen oder mehrere potenzielle Anleger, um das Interesse von potentiellen Anlegern an einem möglichen Geschäft und dessen Bedingungen, wie seinem Umfang und seiner preislichen Gestaltung abzuschätzen.

Auch die Offenlegung von Insiderinformationen durch eine Person, die beabsichtigt, ein Übernahmeangebot an Dritte zu richten, stellt unter bestimmten weiteren Voraussetzungen eine Marktsondierung dar.

In derartigen Fällen ist vor der Durchführung einer Marktsondierung zu berücksichtigen, ob diese die Offenlegung von Insiderinformationen umfasst. Hierüber sind schriftliche Aufzeichnungen anzufertigen, die der zuständigen Aufsichtsbehörde auf deren Anforderung vorzulegen sind.

Unter der Voraussetzung, dass vor der Offenlegung von Insiderinformationen im Verlauf einer Marktsondierung bestimmte weitere Bedingungen erfüllt sind (vgl. dazu Art. 11 Abs. 5 MAR), wird diese Offenlegung sodann als im Zuge der normalen Ausübung der Beschäftigung oder des Berufs oder der normalen Erfüllung der Aufgaben vorgenommen angesehen und stellt keinen Verstoß gegen das Weitergabeverbot von Insiderinformationen dar.

5. Die **CRIM-MAD** (Richtlinie 2014/57/EU vom 16.04.2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulationen) verpflichtet die Mitgliedstaaten, die erforderlichen Maßnahmen zu treffen, dass verbotene Insidergeschäfte und die Empfehlung an Dritte oder deren Anstiftung zum Tätigen von Insidergeschäften sowie die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen zumindest in schweren Fällen und bei Vorsatz als Straftaten verfolgt werden (Art. 3 Abs. 1, Art. 4 Abs. 1 CRIM-MAD).

II. Marktmanipulation

Marktmanipulation und der Versuch der Marktmanipulation sind verboten (Art. 15 MAR).

Der Begriff der Marktmanipulation umfasst nach Art. 12 MAR folgende Handlungen:

1. Falsche oder irreführende Signale (Art. 11 Abs. 1 a) MAR).

Hierunter fallen der Abschluss eines Geschäfts, die Erteilung eines Handelsauftrags oder jede andere Handlung,

aa) die falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots, der Nachfrage oder des Preises eines Finanzinstruments gibt oder bei der dies wahrscheinlich ist, oder

bb) die eine anormales oder künstliches Kursniveau eines oder mehrerer Finanzinstrumente sichert oder der dies wahrscheinlich ist.

Ausgenommen: Die Person, die ein Geschäft abschließt, einen Handelsauftrag erteilt oder eine andere Handlung vornimmt, weist nach, dass das Geschäft, der Auftrag oder die Handlung legitime Gründe hat und im Einklang mit der zulässigen Marktpraxis gemäß Art. 13 MAR steht.

Hierzu enthält der Anhang I der MAR eine nicht erschöpfende Aufzählung von Indikatoren, die in Bezug auf falsche oder irreführende Signale und die Sicherung der Herbeiführung bestimmter Kurse zu berücksichtigen und zu prüfen sind, auch wenn sie für sich genommen nicht unbedingt als Marktmanipulationen anzusehen sind:

- a) Der Umfang, in dem erteilte Geschäftsaufträge oder abgewickelte Geschäfte einen bedeutenden Teil des Tagesvolumens der Transaktionen

- mit dem entsprechenden Finanzinstrument auf dem jeweiligen geregelten Markt ausmachen, vor allem dann, wenn diese Tätigkeiten zu einer erheblichen Veränderung des Kurses dieses Finanzinstruments führen;
- b) der Umfang, in dem erteilte Geschäftsaufträge oder abgewickelte Geschäfte, die von Personen mit einer bedeutenden Kauf- oder Verkaufsposition in einem Finanzinstrument getätigt wurden, zu einer erheblichen Veränderung des Kurses dieses Finanzinstruments bzw. eines sich darauf beziehenden derivativen Finanzinstruments oder aber des Basisvermögenswertes führen, die zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind;
 - c) ob abgewickelte Geschäfte zu keiner Veränderung der Identität des wirtschaftlichen Eigentümers eines zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassenen Finanzinstruments führen;
 - d) der Umfang, in dem erteilte Geschäftsaufträge oder abgewickelte Geschäfte Umkehrungen von Positionen innerhalb eines kurzen Zeitraums beinhalten und einen beträchtlichen Teil des Tagesvolumens der Geschäfte mit dem entsprechenden Finanzinstrument auf dem betreffenden geregelten Markt ausmachen, sowie mit einer erheblichen Veränderung des Kurses eines zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassenen Finanzinstruments in Verbindung gebracht werden können;
 - e) der Umfang, in dem erteilte Geschäftsaufträge oder abgewickelte Geschäfte innerhalb einer kurzen Zeitspanne des Börsentages konzentriert werden und zu einer Kursveränderung führen, die in der Folge wieder umgekehrt wird;
 - f) der Umfang, in dem erteilte Geschäftsaufträge die besten bekannt gemachten Kurse für Angebot und Nachfrage eines auf einem geregelten Markt zugelassenen Finanzinstruments verändern oder genereller die Aufmachung des Orderbuchs verändern, das den Marktteilnehmern zur Verfügung steht, und vor ihrer eigentlichen Abwicklung annulliert werden;
 - g) der Umfang, in dem erteilte Geschäftsaufträge genau oder ungefähr zu einem bestimmten Zeitpunkt erteilt oder Geschäfte zu diesem Zeitpunkt abgewickelt werden, an dem die Referenzkurse, die Abrechnungskurse und die Bewertungen berechnet werden, und dies zu Kursveränderungen führt, die sich auf eben diese Kurse und Bewertungen auswirken.

Als Indikatoren für manipulatives Handeln durch Vorspiegelung falscher Tatsachen oder durch sonstige Kunstgriffe oder Formen der Täuschung im Sinne von Art. 11 Abs. 1 b führt der Anhang I auf:

2. Vorspiegelung falscher Tatsachen oder Verwendung sonstiger Kunstgriffe (Art. 12 Abs. 1 b) MAR)

Marktmanipulation liegt auch vor bei Abschluss eines Geschäfts, Erteilung eines Handelsauftrags oder bei jeglicher sonstiger Tätigkeit oder Handlung an Finanzmärkten, die unter Vorspiegelung falscher Tatsachen oder unter Verwendung sonstiger Kunstgriffe oder Formen der Täuschung den Kurs eines oder mehrerer Finanzinstrumente beeinflusst oder hierzu geeignet ist.

Auch hierzu enthält der Anhang I der MAR eine nicht erschöpfende Aufzählung von Indikatoren in Bezug auf die Vorspiegelung falscher Tatsachen oder sonstige Kunstgriffe oder Formen der Täuschung, die für sich genommen noch keine Marktmanipulation sein müssen, die aber bei der Prüfung von Geschäften und Handelsaufträgen zu berücksichtigen sind:

- a) Ob von bestimmten Personen erteilte Geschäftsaufträge oder abgewickelte Geschäfte vorab oder im Nachhinein von der Verbreitung falscher oder irreführender Informationen durch dieselben oder in enger Beziehung zu ihnen stehenden Personen begleitet wurden;

- b) ob Geschäftsaufträge von Personen erteilt bzw. Geschäfte von diesen abgewickelt werden, bevor oder nachdem diese Personen oder in enger Beziehung zu ihnen stehenden Personen Analysen oder Anlageempfehlungen erstellt oder weitergegeben haben, die unrichtig oder verzerrt sind oder ganz offensichtlich von materiellen Interessen beeinflusst wurden.

3. **Öffentliche Verbreitung falscher oder irreführender Signale**

Hierunter fällt die Verbreitung von Informationen über die Medien einschließlich des Internets oder auf anderem Wege,

- die falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots oder des Kurses eines Finanzinstrument oder der Nachfrage danach geben oder bei denen dies wahrscheinlich ist oder
- die ein anormales oder künstliches Kursniveau eines oder mehrerer Finanzinstrumente herbeiführen oder bei denen dies wahrscheinlich ist,
- einschließlich der Verbreitung von Gerüchten,

wenn die Person, die diese Informationen verbreitet hat, wusste oder hätte wissen müssen, dass sie falsch oder irreführend waren.

4. **Manipulative Beeinflussung von Referenzwerten**

Marktmanipulation ist auch die Übermittlung falscher oder irreführender Angaben oder die Bereitstellung falscher oder irreführender Ausgangsdaten bezüglich eines Referenzwerts, wenn die übermittelnde oder bereits stellende Person wusste oder hätte wissen müssen, dass die Informationen falsch oder irreführend waren.

Darunter fallen auch alle sonstigen Handlungen, durch die die Berechnung eines Referenzwertes manipuliert wird.

5. **Weitere Fälle von Marktmanipulation.** Als Marktmanipulation gelten unter anderem auch die folgenden Handlungen:

- a) Die Sicherung einer marktbeherrschenden Stellung, die in Bezug auf das Angebot eines Finanzinstruments oder die Nachfrage danach durch eine Person oder mehrere in Absprache handelnde Personen zu der tatsächlichen oder wahrscheinlichen Folge einer unmittelbaren oder mittelbaren Festsetzung des Kaufs- oder Verkaufspreises oder zu anderen unlauteren Handelsbedingungen führt oder hierzu geeignet ist.
- b) Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten bei Handelsbeginn oder bei Handelsschluss an einem Handelsplatz mit der tatsächlichen oder wahrscheinlichen Folge, dass Anleger, die aufgrund der angezeigten Kurse einschließlich der Eröffnungs- und Schlusskurse tätig werden, irreführt werden.
- c) Erteilung von Kauf- oder Verkaufsaufträgen an einem Handelsplatz, einschließlich deren Stornierung oder Änderung, mittels aller zur Verfügung stehenden Handelsmethoden, auch in elektronischer Form, beispielsweise durch algorithmische und Hochfrequenzhandelsstrategien, die eine der in Abs. 1 a) oder b) benannten Auswirkungen hat, indem sie

- aa) das Funktionieren des Handelssystems des Handelsplatzes tatsächlich oder wahrscheinlich stört oder verzögert,
- bb) Dritten die Übermittlung echter Kauf oder Verkaufsaufträgen im Handelssystem des Handelsplatzes tatsächlich oder wahrscheinlich erschwert auch durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen, die zur Überverachtung oder Beeinträchtigung des Oderbruchs führen, oder
- cc) tatsächlich oder wahrscheinlich ein falsches oder irreführendes Signal hinsichtlich des Angebots eines Finanzinstrumente oder der Nachfrage danach oder seines Preises setzt, insbesondere durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen zur Auslösung oder Verstärkung eines Trends.
- d) Die Ausnutzung eines gelegentlichen oder regelmäßigen Zugangs zu den traditionellen oder elektronischen Medien durch Abgabe einer Stellungnahme zu einem Finanzinstrument, wobei zuvor Positionen bei diesem Finanzinstrument eingegangen wurden und anschließend Nutzen aus den Auswirkungen der Stellungnahme auf den Kurs dieses Finanzinstrument gezogen wird, ohne dass der Öffentlichkeit gleichzeitig dieser Interessenkonflikt ordnungsgemäß und wirksam mitgeteilt wird.

Gehen die genannten Manipulationen von einer juristischen Person aus, so gilt dies nach Maßgabe des nationalen Rechts auch für die natürliche Personen, die an den Beschluss, Tätigkeiten für Rechnung der betreffenden juristischen Person auszuführen, beteiligt sind.

- 6. Die **CRIM-MAD** (Richtlinie 2014/57/EU vom 16.04.2014 über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulationen) verpflichtet die Mitgliedstaaten, die erforderlichen Maßnahmen zu treffen, dass Marktmanipulationen zumindest in schweren Fällen und bei Vorsatz als Straftaten verfolgt werden (Art. 5 Abs. 1 CRIM-MAD).

III. Sanktionsregime

- 1. **Insiderrechtsverstoß.** Die drei verschiedenen Formen des Insiderrechtsverstoßes, also das Handelsverbot, das Empfehlungsverbot und das Verbot unrechtmäßiger Offenlegung, werden hinsichtlich der strafrechtlichen Sanktionsfolgen gleich behandelt. Die Unterscheidung zwischen Primär- und Sekundärinsider ist in Bezug auf die Sanktionierung entfallen.

Im Falle eines vorsätzlichen Verstoßes droht die Verordnung Freiheitsstrafen von bis zu fünf Jahren oder Geldstrafen an. Bisher war durch die MAD eine Höchststrafe von vier Jahren vorgesehen, für unrechtmäßiges Offenlegen eine solche von zwei Jahren.

Der Versuch ist strafbar.

Leichtfertige Verstöße gegen die Insiderverbote werden nach der Verordnung mit Geldbußen von bis zu 5 Millionen € geahndet. Bisher waren dies bis zu 1 Million €. Leichtfertigkeit liegt bei grobfahrlässigem Handeln oder Unterlassen vor, wenn also verkehrssübliche Sorgfaltspflicht in besonders grobem Maße außer Acht gelassen wurde.

Bloß einfach fahrlässiges Handeln bleibt sanktionslos.

Dass es hierbei in der Praxis zu ganz erheblichen Abgrenzungsschwierigkeiten mit erheblichen Rechtsfolgen bei der Rechtsanwendung kommen wird, liegt auf der Hand.

- 2. **Marktmanipulation.** Für Verstöße gegen das Verbot der Marktmanipulation (Art. 12 MAR) gilt entsprechendes. Wie schon bisher, gilt aber die Besonderheit, dass Verstöße nur dann sanktioniert werden, wenn durch die Manipulation auf den Kurs eines Finanzinstruments erfolgreich eingewirkt wurde. Auch hier sind nur vorsätzliche und leichtfertige Verstöße sanktioniert. Es gilt jeweils derselbe Strafrahmen, wie bei den Insiderverboten.

Mit dem Ersten Finanzmarktnovellierungsgesetz (1. FiMaNoG) hat der deutsche Gesetzgeber die Vorgaben der MAR zu den Insiderverboten mit gleichem Strafraumen umgesetzt (§ 119 Abs. 3 WpHG).

Für die Verstöße gegen das Verbot der Marktmanipulation hat der deutsche Gesetzgeber in § 119 Abs. 1 i.V.m. § 120 Abs. 2 Nr. 3 und Abs. 15 Nr. 2 WpHG die entsprechenden Strafvorschriften mit dem vorgegebenen Strafraumen geschaffen.

- 3. Schwere Fälle.** Für den Fall, dass die dort bezeichneten Marktmanipulationen
- a) gewerbsmäßig oder bandenmäßig begangen werden oder
 - b) dass sie in Ausübung der Tätigkeit für eine inländische Finanzaufsichtsbehörde, ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen, eine Börse oder einen Betreiber eines Handelsplatzes begangen werden, ist in § 119 Abs. 5 WpHG ein wesentlich höherer Strafraumen von einem Jahr und bis zu zehn Jahren Freiheitsstrafe vorgesehen.
- In minder schweren Fällen gemäß lit. b) beträgt der Strafraumen sechs Monate bis fünf Jahre Freiheitsstrafe (§ 119 Abs. 6 WpHG).
- In Fällen von lit. a) ist lediglich bei Leichtfertigkeit, nicht aber bei Vorsatz ein geringerer Strafraumen von bis zu einem Jahr oder Geldstrafe vorgesehen (§ 119 Abs. 7 WpHG).

Angesichts der Schwere der Strafandrohungen drängt sich die Frage auf, ob der Gesetzgeber hier nicht das Augenmaß verloren hat und die von der MAR beabsichtigte Abschreckungswirkung weitaus überinterpretiert hat. Die Ausgestaltung des § 119 Abs. 5 WpHG als Verbrechen im Sinne von § 12 StGB erscheint völlig überzogen und führt beispielsweise dazu, dass selbst in Fällen von geringem Gewicht weder ein Strafbefehlsverfahren noch eine Verfahrenseinstellung wegen Geringfügigkeit oder gegen Geldauflage (§§ 153, 153a StPO) in Betracht kommen.

Diese Härte der gesetzlichen Vorgaben ist im Verhältnis zu anderen Wirtschaftsstraftdelikten einschließlich Steuerstraftdelikten doch einzigartig und sollte nochmals überdacht werden.

VI. Offenlegungsvorschriften

- 1. Veröffentlichungspflicht.** Wie schon in der Marktmissbrauchsrichtlinie 2003 geht auch die MAR davon aus, dass Insiderhandel am besten durch eine möglichst frühzeitige Veröffentlichung von Insiderinformationen bekämpft werden kann. Soweit sich die Insiderinformationen auf den Emittenten beziehen, ist dieser daher zur Publizität in der Weise verpflichtet, dass die Öffentlichkeit schnell auf die Information zugreifen kann. Dies hat durch Angabe auf der Website des Emittenten auf Dauer eines Zeitraums von mindesten 5 Jahren und ohne Verbindung mit Vermarktungstätigkeiten zu geschehen (Art. 17 Abs. 1 MAR).

Emittenten, die an einem KMU-Wachstumsmarkt zugelassen sind, können die Veröffentlichung stattdessen auf der Website des Handelsplatzes vornehmen (Art 17 Abs. 9 MAR).

Verpflichtet sind Emittenten, deren Finanzinstrumente zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind und für die eine solche Zulassung beantragt ist, ebenso wie Emittenten von Finanzinstrumenten, die auf einem multilateralen oder organisierten Handelssystem gehandelt werden oder deren dortige Zulassung beantragt ist.

- 2. Aufschieben der Offenlegung.** Der Emittent kann die Offenlegung auf eigene Verantwortung aufschieben, wenn
- die unverzügliche Offenlegung geeignet wäre, seine berechtigten Interessen zu beeinträchtigen und
 - die Aufschiebung nicht geeignet ist, ist die Öffentlichkeit irrezuführen und

- der Emittent die Geheimhaltung der Information sicherstellen kann.

Im Falle einer solchen Aufschiebung der Veröffentlichung hat der Emittent die zuständige Behörde unmittelbar nach der Offenlegung über den Aufschub zu informieren und die Erfüllung der vorgenannten Bedingungen des Aufschubs schriftlich zu erläutern, zumindest aber muss die nationale Regelung vorsehen, dass diese Erläuterung der zuständigen Behörde auf deren Ersuchen vorgelegt wird.

Unter einer Reihe von weiteren Bedingungen kann die Aufschiebung der Veröffentlichung Seitens eines Emittenten, der ein Kredit- oder Finanzinstitut ist, auf dessen eigene Verantwortung auch zur Wahrung der Stabilität des Finanzsystems erfolgen (Art 17 Abs. 5 und 6 MAR).

In allen Fälle des Aufschubs der Veröffentlichung muss die Öffentlichkeit so schnell wie möglich über die Information unterrichtet werden, wenn deren Vertraulichkeit nicht mehr gewährleistet ist (Art 17 Abs. 7 MAR). Das gilt auch für ausreichen präzise Gerüchte, die auf eine Insiderinformation Bezug nehmen, welche nicht offengelegt wurde.

Erfolgt die Offenlegung von Insiderinformationen seitens eines Emittenten im Zuge der normalen Arbeitstätigkeit oder Berufsausübung oder Aufgabenerfüllung, so ist diese Insiderinformation zeitgleich vollständig und wirksam zu veröffentlichen – ausgenommen, der Veröffentlichende ist zur Verschwiegenheit verpflichtet (Art 17 Abs. 8 MAR).

Technische Durchführungsvorschriften zur Veröffentlichung von Insiderinformationen und Leitlinien für eine indikative Liste der berechtigten Interessen für einen Aufschub derselben, werden von der ESMA erarbeitet.

V. Insiderlisten.

Emittenten von Finanzinstrumenten, die auf einem geregelt Markt gehandelt werden oder deren Zulassung zu einem geregelten Markt beantragt ist oder die auf einem multilateralen oder organisierten Handelssystem gehandelt werden oder eine Zulassung zu diesem beantragt haben, müssen Insiderlisten führen (Art 18 Abs. 7 MAR).

In die Insiderliste sind alle Personen aufzunehmen, die Zugang zu Insiderinformationen haben, weil sie für den Emittenten aufgrund eines Arbeitsvertrages tätig sind oder für ihn Aufgaben wahrnehmen (Art 18 Abs. 1 MAR).

Die Liste ist in Bezug auf jede neu hinzutretende Person mit potenziellem Insiderwissen unter genauer Identitätsangabe und unter Angabe des Grundes für die Aufnahme in die Liste unverzüglich - mit Datum und Uhrzeit versehen - zu aktualisieren. Gleiches gilt beim Abgang einer gelisteten Person (Art 18 Abs. 4 MAR).

Die betreffenden Insider müssen ihre Pflichten schriftlich anerkennen und sich der Sanktionen bei Verstößen bewusst sein.

Die Listen sind mindestens fünf Jahre ab ihrer Erstellung oder Aktualisierung aufzubewahren und der nationalen Aufsichtsbehörde auf Anfrage vorzulegen (Art. 18 Abs. 5 MAR).

Emittenten von Finanzinstrumenten, die zum Handel auf einem KUM-Wachstumsmarkt zugelassen sind, sind von der Pflicht zur Erstellung einer Insiderliste befreit, wenn sie alle erforderlichen Vorkehrungen schaffen, damit alle Personen mit Zugang zu Insiderinformationen die sich daraus ergebene pflichten anerkennen und sich der Sanktionen bewusst sind und wenn

sie der zuständigen Behörde auf Anfrage eine Insiderliste vorlegen können (Art 18 Abs. 6 MAR).

Die ESMA wird einheitliche technische Standards zu den Insiderlisten erarbeiten.

VI. Directors' Dealings (Art 19 MAR).

Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen oder in enger Beziehung zu einer solchen Person stehen, müssen dem Emittenten und der zuständigen Behörde jedes Eigengeschäft mit Anteilen oder Schuldtiteln oder damit verbundenen Derivaten des Emittenten unverzüglich und spätestens innerhalb von drei Geschäftstagen nach der Vornahme des Geschäfts melden.

Der Emittent hat das gemeldete Geschäft spätestens innerhalb von drei Geschäftstagen so zu veröffentlichen, dass die Informationen schnell und diskriminierungsfrei öffentlich zugänglich sind. Dabei muss der Emittent auf Medien zurückgreifen, bei denen davon auszugehen ist dass sie die Öffentlichkeit in der gesamten Union informieren Art 19 Abs.3 MAR).

Zu den von diesem Personenkreis zu meldenden Geschäften gehört auch die Verpfändung und der Verleih von Finanzinstrumenten (Art. 19 Abs. 7 MAR).

Die Mitgliedstaaten können darüber hinaus weitere Meldepflichten festlegen (Art. 19 Abs. 2 MAR).

Für meldepflichtige Geschäfte gilt ein neuer Schwellenwert von 5.000 EUR, wobei alle Geschäfte, die innerhalb eines Kalenderjahres geschlossen wurden, ohne Netting zu addieren sind (Art 19 Abs. 8 MAR).

Die zuständige Behörde kann diesen Schwellenwert jedoch auf 20.000 EUR anheben (Art 19 Abs. 9 MAR), muss dies aber der ESMA gegenüber begründen und mitteilen. Die ESMA veröffentlicht eine Liste der anzuwendenden Schwellenwerte.

Handelsverbot (Closed Period, Art 19 Abs. 11 MAR).

Während eines geschlossenen Zeitraums von 30 Kalendertagen vor Ankündigung eines Zwischenberichts oder eines Jahresabschlussberichts, zu deren Veröffentlichung der Emittent verpflichtet ist, dürfen Geschäfte in Anteilen oder Schuldtiteln oder damit verbundenen Derivaten des Emittenten von den genannten Personenkreis nicht abgeschlossen werden.

Dieses sehr weitreichende Handelsverbot für Führungskräfte und in enger Beziehung zu diesen stehenden Personen kann nur unter besonderen Voraussetzungen durchbrochen werden, etwa wenn schwerwiegende finanzielle Schwierigkeiten den unverzüglichen Verkauf von Anteilen erforderlich machen oder bei Geschäften im Rahmen von Belegschaftsaktien oder Arbeitnehmersparplänen Art 18 Abs. 12 MAR).

Die Kommission erlässt delegierte Rechtsakte zur näheren Festlegung der während der Closed Period erlaubten Geschäfte Art 19 Abs. 13 MAR).

Die ESMA erarbeitet technische Durchführungsstandards für die Meldungen und Veröffentlichung der Geschäfte (Art 19 Abs. 15 MAR).

VII. Anlageempfehlungen (Art 20 MAR).

Personen, die Anlageempfehlungen oder andere Informationen, durch die eine Anlagestrategie empfohlen oder vorgeschlagen wird, erstellen oder verbreiten, müssen in angemessener Weise

dafür sorgen, dass die Informationen objektiv dargestellt werden und ihre Interessen und Interessenskonflikte hinsichtlich der Finanzinstrumente, auf die sich die Informationen beziehen, offengelegt werden.

Öffentliche Stellen, die Statistiken oder Prognosen verbreiten, die die Finanzmärkte erheblich beeinflussen können, müssen dies objektiv und transparent tun.

Die ESMA erarbeitet dazu technische Regulierungsstandards, die die Kommission erlassen wird.

Dr. Uwe Schlüter, Rechtsanwalt