

## Die neue Welt des europäischen Marktmissbrauchsrechts.

Ein Überblick aus deutscher und luxemburgischer Perspektive

### Executive Summary

- > Erheblich erweiterter Pflichtenkreis für bestimmte MTF-/Freiverkehrsemittenten, u.a. Führung von Insiderverzeichnissen, Ad-hoc-Pflichten und Meldepflichten bei Directors' Dealings.
- > Erweiterung der Insiderhandelsverbote.
- > Neue Regelungen zu Market Soundings.
- > Verbot des Eigengeschäfts u.a. von Führungspersonen während sog. „closed periods“.
- > Strafbarkeit der Marktmanipulation schon bei Versuch.
- > Deutliche Verschärfung des Sanktionsregimes für natürliche und juristische Personen.
- > Anwendbarkeit in bestimmten Fällen auch für Kapitalverwaltungsgesellschaften, Finanzanlagenvermittler und weitere Marktteilnehmer.

### I. Hintergrund

Am 3. Juli 2016 ist europaweit die Marktmissbrauchsverordnung (Verordnung (EU) Nr. 596/2014 vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch, „*Market Abuse Regulation - MAR*“) in Kraft getreten. Begleitet wird die MAR durch die neuen Regelungen der Marktmissbrauchsrichtlinie über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation (Richtlinie 2014/57/EU, „*Market Abuse Directive - MAD*“), die nach ihrer Umsetzung in die jeweiligen nationalen Rechtsordnungen erheblich verschärfte Sanktionsmechanismen im Falle von Marktmanipulationen vorsieht. In Ergänzung dazu hat die Europäische Kommission bis zum heutigen Tag bereits 15 der

insgesamt 22 Mandate zu Level-2-Maßnahmen unter der MAR erfüllt.

Ziel der MAR ist die Verwirklichung eines einheitlichen, europäischen Rechtsrahmens zur Wahrung der Marktintegrität, indem einheitliche Transparenzstandards geschaffen werden.

Bislang fand auf europäischer Ebene die Richtlinie 2003/6/EG vom 28. Januar 2003 über Insidergeschäfte und Marktmanipulation Anwendung, die im deutschen Recht insbesondere im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) und im luxemburgischen Recht im Gesetz vom 9. Mai 2006 über Marktmissbrauch umgesetzt worden war. Durch MAR und MAD erfahren diese gesetzlichen Regelungen eine umfangreiche Neuordnung.

#### a. Deutschland

Der deutsche Bundestag hat am 14. April 2016 das 1. Finanzmarktnovellierungsgesetz („**1. FiMaNoG**“, BT-Drs. 18/8099) beschlossen. Es setzt die Regelungen der MAD in deutsches Recht um und bereinigt insbesondere das Wertpapierhandelsgesetz (das WpHG in der bis zum 1. Juli 2016 geltenden Fassung nachfolgend auch „**WpHG a.F.**“), das Kreditwesengesetz (KWG) und das Börsengesetz (BörsG) um zahlreiche Vorschriften, die nunmehr unmittelbar durch die MAR geregelt werden. Das 1. FiMaNoG ist am 2. Juli 2016 in Kraft getreten.

Die Auswirkungen der Neuregelung betreffen Marktteilnehmer in unterschiedlichem Maße. Für Emittenten, deren Finanzinstrumente zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind oder die eine entsprechende Zulassung beantragt haben, ergeben

sich wichtige, allerdings nur punktuelle Änderungen im Vergleich zur bisherigen Rechtslage.

Für Emittenten, deren Finanzinstrumente auf eigene Initiative zum Handel an einem multilateralen („*Multilateral Trading Facility – MTF*“) oder einem organisierten Markt („*Organised Trading Facility – OTF*“, anwendbar ab 4. Januar 2017, vgl. Art. 39 Abs. 4 Unterabsatz 2 MAR) zugelassen sind oder eine Zulassung beantragt wurde („**Freiverkehrsemittent**“), sind die Änderungen deutlich weitreichender: Durch sie sind nunmehr auch sämtliche, das Insiderorganisationsrecht betreffende Verpflichtungen einzuhalten, d.h. insbesondere die Verpflichtung zur Führung von Insiderlisten, Ad-hoc-Veröffentlichungs-Pflichten und Meldepflichten bei Directors' Dealings.

Unverändert für alle Marktteilnehmer anwendbar bleiben die Regelungen des Insiderstrafrechts, verbunden mit einer drastischen Verschärfung des Sanktionsrahmens (§§ 14, 38 f. WpHG a.F., nunmehr ersetzt durch Art. 14 MAR i.V.m. §§ 38 f. WpHG).

## b. Luxemburg

Das luxemburgische Parlament hat bis zum heutigen Zeitpunkt noch keinen Gesetzesentwurf debattiert und verabschiedet, um zum einen die Vorschriften der MAD in das luxemburgische Recht umzusetzen und zum anderen die bestehenden Regelungen des Gesetzes vom 9. Mai 2006 über Marktmissbrauch in der geltenden Fassung zu ersetzen und an die MAR anzupassen. Die luxemburgische Rechtslage beleuchten wir näher unter Abschnitt X.

## II. Adressaten von MAR und MAD

Die neuen Regelungen erfassen alle Emittenten von Finanzinstrumenten, die auf einem geregelten Markt oder (auf eigene Initiative) auf einem multilateralen oder organisierten Handelssystem zum Handel zugelassen sind oder ein diesbezüglicher Antrag gestellt wurde. Ferner gilt die MAR für alle Geschäfte, Aufträge und Handlungen, unabhängig davon, ob diese auf einem Handelsplatz durchgeführt werden, soweit sie sich auf ein solches Finanzinstrument auswirken können.

Unter den Begriff des „Finanzinstruments“ im Kontext der MAR fallen insoweit übertragbare Wertpapiere, auf Wertpapiere bezogene Derivate und alle weiteren in Anhang I Abschnitt C der Richtlinie 2014/65/EU („**MiFID II**“) benannten Instrumente

(„**Finanzinstrumente nach Art. 2 Abs. 1 MAR**“). Mit Wirkung ab 4. Januar 2017 werden erstmalig auch Treibhausgasemissionszertifikate von Marktmissbrauchsvorschriften erfasst (vgl. Art. 39 Abs. 4 Unterabsatz 2 MAR). Hinsichtlich des Verbots der Marktmanipulation wird der Anwendungsbereich der MAR um Waren und derivative Finanzinstrumente ergänzt, soweit deren Handelbarkeit Auswirkungen auf ein von der MAR erfasstes Finanzinstrument hat sowie Handlungen in Bezug auf Referenzwerte („**Finanzinstrumente nach Art. 2 Abs. 2 MAR**“).

Die Vorschriften der MAR gelten unabhängig davon, ob eine marktmissbräuchliche Handlung oder Unterlassung innerhalb oder außerhalb der Europäischen Union vorgenommen wird.

### a. Erfassung von Freiverkehrsemittenten

Der Anwendungsbereich der MAR wurde im Vergleich zu dem bisher gültigen Marktmissbrauchsregime erheblich ausgeweitet. Künftig sind, wie vorstehend erläutert, insbesondere Freiverkehrsemittenten, deren Finanzinstrumente i.S.d. Art. 2 Abs. 1 MAR auf eigene Initiative hin zum Handel einbezogen wurden, bestimmten erweiterten kapitalmarktrechtlichen Regelungen unterworfen.

Dass eine Verpflichtung zur Implementierung eines Insiderorganisationsrechts für Freiverkehrsemittenten nur bei willentlicher Einbeziehung in den Handel besteht, hat sich erst durch die Beratung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages zum 1. FIMaNoG ergeben. Dieser hat sich im Hinblick auf die (neue) Definition des § 2 Abs. 7a WpHG des MTF-Emittenten und entsprechender Veröffentlichungspflichten nach Art. 17 und Art. 19 MAR dahingehend geäußert, „*die für ihre Finanzinstrumente eine Zulassung zum Handel auf einem multilateralen Handelssystem [...] oder die Einbeziehung in den Freiverkehr beantragt oder genehmigt haben [...]*“. Dazu muss der MTF-Emittent nach der Begründung des Finanzausschusses an der Notierung seines Finanzinstrumentes i.S.d. Art. 2 Abs. 1 MAR aktiv beteiligt gewesen sein. D.h. nach Ansicht des Gesetzgebers ist die Qualifikation als MTF-Emittent insoweit notwendigerweise an die aktive Akzeptanz der mit dem Notierungsvorgang verbundenen Folgepflichten verbunden; eine Wertung, die sich mittelbar auch aus der MAR ergibt, wo es im Hinblick auf die Ad-hoc-Publizitätspflichten in Erwägungs-

grund 49 heißt, dass der Emittent nur dann zur Offenlegung von Insiderinformationen verpflichtet ist, wenn er die Zulassung des Finanzinstruments zum Handel beantragt oder genehmigt hat.

#### **b. Weitergehender Adressatenkreis bei Regelungen zum Marktmissbrauch**

Die Regelungen zur Vorbeugung und Aufdeckung von Marktmissbrauch sind deutlich weiter gefasst: Hier werden nicht nur Emittenten von Finanzinstrumenten i.S.d. Art. 2 Abs. 1 MAR entsprechende Pflichten auferlegt. Vielmehr erfasst Art. 16 MAR neben den Betreibern von Märkten und Wertpapierfirmen, die einen Handelsplatz betreiben, auch jene Marktteilnehmer, die gewerbsmäßig Geschäfte in Bezug auf Finanzinstrumente i.S.d. Art. 2 Abs. 1 MAR vermitteln oder ausführen. Es können insoweit insbesondere auch Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVG) oder Finanzanlagenvermittler mit Lizenz nach § 34 GewO von dem Anwendungsbereich erfasst sein, soweit sie die bestimmten, in Art. 2 MAR definierten Finanzinstrumente vermitteln.

### **III. Verbot des Insiderhandels**

#### **a. Das Verbot des Insiderhandels**

Das Verbot des Insiderhandels war bislang in § 14 WpHG a.F. normiert; nunmehr enthält Art. 14 MAR den entsprechenden Tatbestand, so dass sich – für das deutsche Recht noch etwas ungewohnt – die Verbotsnorm aus einer EU-Verordnung und die Strafsanktion hierzu aus dem deutschen WpHG ergibt. Art. 14 MAR wiederum hat im Vergleich zur alten Rechtslage einige Erweiterungen erfahren, die Kernaussage und insbesondere der Adressatenkreis bleiben hingegen unverändert:

Das Tätigen eines Insidergeschäfts sowie der Versuch hierzu, der Ausspruch einer Empfehlung gegenüber bzw. die Anstiftung eines Dritten zur Durchführung von Insidergeschäften und die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen sind gemäß Art. 14 MAR verboten („**Verbot von Insidergeschäften und unrechtmäßiger Offenlegung von Insiderinformationen**“).

Ein Insidergeschäft liegt vor, soweit eine Person Insiderinformationen für eigene oder fremde Rechnung nutzt, um Finanzinstrumente i.S.d. Art. 2 Abs. 1 MAR zu erwerben, zu veräußern oder diesbezügliche Empfehlungen auszusprechen.

Anders als bislang ist somit zukünftig auch das Handeln aufgrund einer Empfehlung als verbotenes Insidergeschäft ausdrücklich kodifiziert, soweit die Person, die aufgrund der Empfehlung tätig wird, wissen sollte, dass die Empfehlung auf einer Insiderinformation beruht (Art. 8 Abs. 3 MAR). Gänzlich neu ist daneben, dass gemäß Art. 8 Abs. 1 S. 2 MAR nunmehr auch die Nutzung von Insiderinformationen in Form der Stornierung oder Änderung eines bereits vor Erlangung der Information erteilten (Kauf- oder Verkaufs-) Auftrages in Bezug auf ein Finanzinstrument i.S.d. Art. 2 Abs. 1 MAR, das zum Handel zugelassen oder für das eine Zulassung beantragt wurde, ein verbotenes Insidergeschäft darstellt.

Die MAR kodifiziert mit Art. 9 MAR zudem einige Ausnahmetatbestände von dem Verbot des Insiderhandels („**Legitime Handlungen**“), die bislang lediglich durch Rechtsprechung des EuGH Anwendung fanden (*Spector Photo Group*-Entscheidung des EuGH).



#### **b. Market Sounding**

Eine unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen liegt nicht vor, soweit diese „im Zuge der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufs oder der normalen Erfüllung von Aufgaben“ (Art. 10 Abs. 1 MAR) erfolgt. Darunter kann nach Art. 11 Abs. 4 MAR nunmehr auch das sogenannte „market sounding“ fallen, soweit der Sondierende bestimmte Verpflichtungen erfüllt.

Das bislang weder gesetzlich geregelte noch, soweit ersichtlich, durch obergerichtliche Rechtsprechung behandelte sog. „market sounding“ erfasst zwei verschiedene Konstellationen der Offenbarung von Insiderinformationen in Ausübung der Beschäftigung: Gemäß Art. 11 Abs. 1 MAR ist die Marktsondierung definiert als die Übermittlung von Informa-

tionen vor der Ankündigung eines Geschäfts durch den Emittenten, einen Zweitanbieter oder einen Dritten, der im Auftrag des Emittenten oder des Zweitanbieters tätig wird, an einen oder mehrere potentielle Anleger, um deren Interesse an einem etwaigen Geschäft sowie dessen Konditionen abschätzen zu können. Eine Marktsondierung liegt gemäß Art. 11 Abs.2 MAR zudem vor, soweit durch einen potentiellen Bieter Insiderinformationen gegenüber Inhabern von Finanzinstrumenten i.S.d. Art. 2 Abs. 1 MAR offengelegt werden, die erforderlich sind, um dem Inhaber die Meinungsbildung über seine Verkaufsbereitschaft zu ermöglichen, und die Verkaufsbereitschaft dieser Inhaber nach vernünftigem Ermessen für den Beschluss des potentiellen Bieters über die Veröffentlichung des Übernahmeangebotes erforderlich ist.

Die den Sondierenden treffenden Verpflichtungen betreffen umfangreiche Prüf-, Verhaltens- und Dokumentationspflichten. Insbesondere ist er verpflichtet, den Informationsempfänger über seine, in der Rolle als nunmehriger Insider, bestehenden Verpflichtungen umfassend aufzuklären.

#### **IV. Pflicht zur Führung von Insiderlisten und Aufklärung der aufzunehmenden Personen**

Die Verpflichtung zur Führung von Insiderlisten ist in Art. 18 MAR geregelt. Sie dient der Sicherung des Verbots von Insidergeschäften und unrechtmäßiger Offenlegung von Insiderinformationen.

##### **a. Adressaten der Regelung**

Nach bisheriger Rechtslage fand insbesondere § 15b WpHG a.F. zur Führung von Insiderverzeichnissen lediglich auf sogenannte „Inlandsemittenten“ nach § 2 Abs. 7 WpHG Anwendung. Dies hat sich durch Aufhebung von § 15b WpHG a.F. und nunmehriger Anwendbarkeit von Art. 18 MAR geändert. Zukünftig sind auch durch Freiverkehrsemittenten, deren Finanzinstrumente i.S.d. Art. 2 Abs. 1 MAR auf eigene Initiative hin zum Handel einbezogen wurden, entsprechende Pflichten zur Führung von Insiderlisten zu erfüllen.

Zu berücksichtigen ist in diesem Zusammenhang, dass die Pflicht zur Führung von Insiderlisten nach Art. 18 Abs. 1 MAR „Emittenten oder alle in ihrem Auftrag oder für ihre Rechnung handelnden Personen“ betrifft. Abweichend davon hatte § 15b WpHG a.F. festgeschrieben, dass sowohl bei

Emittenten wie auch bei den von ihnen in Anspruch genommenen Dienstleistern eine Pflicht zur Führung von Insiderlisten besteht. Dies führt im Ergebnis jedoch nicht dazu, dass der Verpflichtete bei Delegation auf den Dienstleister jeglicher Pflichten entbunden ist. Art. 18 Abs. 2 MAR sieht insoweit vor, dass auch bei Übernahme der Erstellung und Aktualisierung der Insiderliste durch einen Dritten im Auftrag oder für Rechnung des Emittenten die Letztverantwortlichkeit bei diesem verbleibt. Es sollte in der Praxis insoweit darauf geachtet werden, dass bei der Führung von Insiderlisten durch Dritte diese schriftlich bestätigen, dass sie über die Verzeichnisführungspflicht und die damit verbundenen Aufklärungspflichten gegenüber den betroffenen Mitarbeitern unterrichtet wurden.

##### **b. Inhaltliche Anforderungen und Aufbewahrungszeitraum**

Die vorstehend aufgeführten Adressaten von Art. 18 MAR sind verpflichtet, Informationen über Insider in einer Insiderliste festzuhalten. Diese müssen den Anforderungen des Art. 18 Abs. 3, 4 MAR und der Durchführungsverordnung (EU) 2016/347 genügen.

Die Insiderlisten sind jederzeit aktuell zu halten, d.h. eine Aktualisierung hat unverzüglich unter Nennung des Datums der Aktualisierung zu erfolgen, soweit sich relevante Tatsachen ändern.

Insiderlisten müssen nunmehr für einen Zeitraum von mindestens fünf Jahren nach der Erstellung oder Aktualisierung archiviert werden (Art. 18 Abs. 5 MAR) und sind für die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) als zuständiger Behörde jederzeit verfügbar zu halten (Art. 18 Abs. 1 lit. c.) MAR).

Die zur Führung der Insiderliste verpflichtete Person hat sicherzustellen, dass die dort erfassten Personen gemäß Art. 18 Abs. 2 MAR die aus den Rechts- und Verwaltungsvorschriften erwachsenden Pflichten schriftlich anerkennen und sich der Sanktionen bewusst sind, die bei Insidergeschäften und unrechtmäßiger Offenlegung von Insiderinformationen Anwendung finden.

## V. Ad-hoc-Publizität

### a. Veröffentlichungspflicht

Für Emittenten, die für ihre Finanzinstrumente nach Art. 2 Abs. 1 MAR eine Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt oder einem multilateralen oder organisierten Handelssystem in einem Mitgliedstaat der EU beantragt oder erhalten haben, besteht gemäß Art. 17 Abs. 1 MAR die Verpflichtung, Insiderinformationen, die unmittelbar den Emittenten betreffen, grundsätzlich so bald wie möglich bekannt zu geben (sog. „**Ad-hoc-Meldung**“). Damit unterliegen künftig insbesondere auch Freiverkehrsemittenten, die diese Voraussetzungen erfüllen, der Ad-hoc-Pflicht.

Neben dem erweiterten Adressatenkreis ist zudem neu, dass die Veröffentlichung auf der Website des Emittenten für einen Zeitraum von mindestens fünf Jahren zu erfolgen hat (bisher mindestens ein Monat) und eine Einstellung zudem in ein amtliches Informationssystem erfolgen muss.

Zu veröffentlichen ist jede Insiderinformation, also jede nicht öffentlich bekannte, präzise Information, die direkt oder indirekt den diese Regelung erfassenden Emittenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente i.S.d. Art. 2 Abs. 1 MAR betreffen und die, wenn sie öffentlich bekannt würde, geeignet wäre, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs damit verbundener derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen.

Die Insiderinformation ist nach Art. 17 MAR „so bald wie möglich“ zu veröffentlichen. In § 15 WpHG a.F. hieß es bisher, die Insiderinformation sei „unverzüglich“ zu veröffentlichen.

Der Emittentenleitfaden der BaFin führte zur bisherigen Rechtslage hierzu aus (Ziffer IV.6.3): „Der Emittent ist verpflichtet, organisatorische Vorkehrungen zu treffen, um eine notwendige Veröffentlichung unverzüglich durchzuführen. Hierzu gehört unter anderem, dass bei vorhersehbaren Insiderinformationen Vorarbeiten geleistet werden, die eine zeitliche Verzögerung weitestgehend vermeiden. Wenn die Insiderinformation an einer Stelle des Unternehmens entsteht, die nicht berechtigt ist, über die Veröffentlichung zu entscheiden, muss durch die unternehmensinterne Organisation sichergestellt sein, dass die Information unverzüglich einer entscheidungsberechtigten Person oder Gremium zugeleitet wird. Dem Emittenten bleibt Zeit,

mögliche Auswirkungen eines Ereignisses sorgfältig darauf hin zu prüfen, ob ein veröffentlichungspflichtiger Umstand vorliegt. Notfalls ist der Emittent angehalten, sich des Rates von Experten zu bedienen.“ Es ist davon auszugehen, dass die BaFin auch unter Berücksichtigung von Art. 17 MAR an dieser Auffassung festhalten wird.

Informationen, die keine Insiderinformationen sind, insbesondere Informationen, die der Vermarktung dienen, dürfen nicht im Rahmen der Ad-Hoc-Veröffentlichung publiziert werden.

### b. Möglichkeit der Selbstbefreiung

Die MAR kodifiziert verschiedene Ausnahmen von der Pflicht zur unmittelbaren Veröffentlichung insiderrelevanter Tatsachen, welche im Wesentlichen bereits nach § 15 Abs. 3 WpHG a.F. Anwendung fanden.

Hierzu zählt insbesondere die Möglichkeit der Selbstbefreiung durch Emittenten, die von dem Anwendungsbereich der Ad-hoc-Publizitätspflicht erfasst sind (Art. 17 Abs. 4 MAR). Eine Selbstbefreiung ist auch weiterhin zulässig für Sachverhalte,

- deren unverzügliche Offenlegung dazu geeignet wäre, die berechtigten Interessen des Emittenten am Markt zu beeinflussen, und
- bei denen eine (temporäre) Aufschiebung der Veröffentlichung nicht geeignet ist, die Öffentlichkeit irreführen zu lassen.

Der Emittent ist für die Dauer der Selbstbefreiung verpflichtet, die Geheimhaltung dieser Information sicherzustellen. Eine Selbstbefreiung erfolgt auf eigene Verantwortung des Emittenten. Die ihr zu Grunde liegenden Erwägungen sind der zuständigen Behörde mitzuteilen.

Von der Möglichkeit der Selbstbefreiung umfasst sind insbesondere Sachverhalte, bei denen das Ergebnis oder der Gang laufender Verhandlungen über Geschäftsinhalte, die geeignet wären, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis erheblich zu beeinflussen, von der Veröffentlichung wahrscheinlich erheblich beeinträchtigt würden und eine Veröffentlichung die Interessen der Anleger ernsthaft gefährden würde. Auch sollen interne Geschäftsabläufe durch die Ad-hoc-Pflichten nicht konterkariert werden, als dass nach Aussage der BaFin zur alten Rechtslage eine Suspendierung auch dann möglich sein soll, wenn



die Veröffentlichung einer bereits vom Geschäfts-führungsorgan getroffenen Maßnahme die noch ausstehende Zustimmung durch den Aufsichtsrat oder die Durchführbarkeit der Maßnahme gefährden würde (vgl. Emittentenleitfaden der BaFin, Stand 28.4.2008, Ziffer IV.3.1).

Hinsichtlich des (geringfügig) erweiterten Katalogs der Selbstbefreiungsgründe ist insbesondere zu berücksichtigen, dass gemäß Art. 17 Abs. 5 MAR zukünftig ein Aufschub der Veröffentlichung auch bei Vorliegen eines öffentlichen Interesses möglich ist, wenn es sich um sog. systemrelevante Informationen handelt. Hierzu ist allerdings das Einverständnis der BaFin einzuholen.

Zudem schreibt Art. 17 Abs. 7 MAR vor, dass – wie nach bisheriger Rechtslage auch – die befreiende Wirkung eines Aufschubs endet, sobald die Vertraulichkeit der Information nicht mehr gewährleistet ist. Dazu zählen jedoch zukünftig ausdrücklich auch Sachverhalte, bei denen ein Gerücht Bezug nimmt auf eine nicht offengelegte Insiderinformation und dieses Gerücht ausreichend präzise ist, dass zu vermuten ist, dass die Vertraulichkeit der Insiderinformationen nicht mehr gewährleistet ist.

### c. Form der Veröffentlichung

Wie bereits ausgeführt, hat eine Veröffentlichung von Insiderinformationen

- auf der Website des Emittenten für einen Zeitraum von mindestens fünf Jahren zu erfolgen (Art. 17 Abs. 1 Unterabsatz 3 MAR) und
- es hat eine entsprechende Bekanntgabe auf eine Art und Weise zu erfolgen, die es der Öffentlichkeit ermöglicht, schnell auf sie zuzugreifen und sie vollständig, korrekt und rechtzeitig zu bewerten (Art. 17 Abs. 1 Unterabsatz 2 MAR). Hierzu ist eine Veröffentlichung in einem dafür vorgesehenen amtlich bestellten System erforderlich.

Im deutschen Recht werden die Publizitätspflichten nach Art. 17 MAR ergänzt durch die bereits bekannten Regelungen zu Vorabmitteilungen. Gemäß § 15 Abs. 1 WpHG sind zukünftig Inlandsemitenten wie auch MTF-Emittenten verpflichtet, Insiderinformationen vor ihrer Veröffentlichung der BaFin sowie den Geschäftsführungen der Handelsplätze, an denen die Finanzinstrumente i.S.d. Art. 2 Abs. 1 MAR zum Handel zugelassen oder in den Handel einbe-

zogen sind, mitzuteilen. Außerdem muss die Insiderinformation unverzüglich nach ihrer Veröffentlichung dem Unternehmensregister zur Speicherung übermittelt werden (§ 8b HGB). Im Rahmen der Vorabmitteilung sind auch etwaige Selbstbefreiungen anzugeben.



## VI. Directors' Dealings

Die MAR regelt auch die Meldepflichten im Zusammenhang mit den sogenannten „**Directors' Dealings**“ (Art. 19 MAR). Wesentliche Neuerung ist die nunmehrige Anwendbarkeit auch für Freiverkehrsemitenten, soweit deren Finanzinstrumente i.S.v. Art. 2 Abs. 1 MAR auf eigene Initiative zum Handel zugelassen sind oder eine Zulassung beantragt wurde.

Personen, die Führungsaufgaben bei derartigen Emittenten wahrnehmen sowie Personen, die in enger Beziehung zu diesen Personen stehen, müssen jedes Eigengeschäft mit Anteilen oder Schuldtiteln dieses Emittenten, dem Emittenten und der nach Art. 19 Abs. 2 Unterabsatz 2 MAR zuständigen Behörde melden. Ferner unterliegen diese Personen in besonderen Zeiträumen vor der Veröffentlichung von Geschäftsberichten Handelsverboten.

Zudem wurde der Katalog der mitteilungspflichtigen Tatbestände deutlich erweitert. Zukünftig sind insbesondere auch Geschäfte in Schuldtiteln (Anleihen) sowie Geschäfte, die ein Vermögensverwalter nach eigenem Ermessen vornimmt, meldepflichtig (vgl. Art. 19 Abs. 1, 7 MAR). Insbesondere Letzteres dürfte in der Praxis mit einer notwendigen Anpassung einer Vielzahl von Vermögensverwaltungsverträgen verbunden sein.

### a. Aufklärungspflichten, Verzeichnis der Führungskräfte

Nach Art. 19 Abs. 1 MAR verpflichtete Emittenten müssen Führungspersonen über ihre mit der MAR einhergehenden Pflichten aufklären. Zudem müssen diese Emittenten ein Verzeichnis dieser Führungskräfte sowie der Personen, die zu diesen in enger Beziehung stehen, führen. Die Führungskräfte sind selbst verpflichtet, die ihnen nahe stehenden Personen über die diesen obliegenden Verpflichtungen nach der MAR aufzuklären. Die Belehrungen haben schriftlich zu erfolgen; eine Kopie ist für einen Zeitraum von fünf Jahren aufzubewahren.

### b. Führungspersonen und eng verbundene Personen

Eine Person, die Führungsaufgaben wahrnimmt („**Führungsperson**“), ist gemäß Art. 3 Abs. 1 Nr. 25 MAR eine Person innerhalb eines Emittenten, die

- einem Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgan des Unternehmens (Vorstand, Aufsichtsrat) angehört oder
- als höhere Führungskraft zwar keinem der vorstehend genannten Organe angehört, aber regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen mit direktem oder indirektem Bezug zu diesem Unternehmen hat und befugt ist, unternehmerische Entscheidungen über zukünftige Entwicklungen und Geschäftsperspektiven des Unternehmens zu treffen.

Bei Personen, die mit Führungspersonen eng verbunden sind, handelt es sich insbesondere um Ehepartner/Partner, unterhaltsberechtigende Kinder, im gleichen Haushalt lebende Verwandte und mit solchen Personen verbundene oder von ihnen geleitete Unternehmen.

### c. Meldepflichtige Geschäfte

Meldepflichtig ist – vorbehaltlich bestehender Schwellenwerte – jedes Eigengeschäft mit Anteilen (z.B. Aktien) oder Schuldtiteln dieses Emittenten (z.B. Anleihen) oder damit verbundener Derivate oder Finanzinstrumente i.S.d. Art. 2 Abs. 1 MAR („**Eigengeschäfte**“). Einen (nicht abschließenden) Katalog der unter Eigengeschäfte zu fassenden Tätigkeiten enthält Art. 19 Abs. 7 MAR. Eine Meldepflicht eines Eigengeschäfts besteht jedoch wie bislang nach § 15a Abs. 1 Satz 5 WpHG a.F. erst

dann, wenn innerhalb eines Kalenderjahres ein Gesamtvolumen aller meldepflichtigen Geschäfte von EUR 5.000 erreicht ist.

### d. Meldungs- und Veröffentlichungspflicht

Die Meldung durch die verpflichtete Person ist gegenüber dem nach Art. 19 MAR verpflichteten Emittenten und der zuständigen Behörde unverzüglich und spätestens drei Geschäftstage nach dem Datum des Geschäfts (bisläng fünf Werkstage) vorzunehmen.

Diese Emittenten sind ebenfalls zur Veröffentlichung entsprechender Eigengeschäfte verpflichtet. Zu diesem Zweck muss der jeweilige Emittent auf ein europaweit zugängliches, amtliches System zurückgreifen (Art. 19 Abs. 3 Unterabsatz 2 MAR). Die Veröffentlichung muss ebenfalls unverzüglich nach dem Zugang der Meldung und spätestens drei Geschäftstage nach dem Abschluss des Geschäfts erfolgen (Art. 19 Abs. 3 Unterabsatz 1 MAR).

Sie sind zudem verpflichtet, die Informationen zu den relevanten Eigengeschäften unverzüglich, jedoch nicht vor ihrer Veröffentlichung, dem Unternehmensregister gemäß § 8b HGB zur Speicherung zu übermitteln sowie die Veröffentlichung der BaFin mitzuteilen (§ 15 Abs. 2 WpHG).

### e. Fristenkongruenz

Die aufgezeigten Fristen verlaufen parallel, d.h. es kann dazu kommen, dass der Meldepflichtige völlig rechtskonform – wenn auch zum Ablauf seiner dreitägigen Meldefrist – eine Meldung abgibt, der jeweilige Emittent jedoch aufgrund der erst kurz vor Fristablauf eingegangenen Meldung seine Pflicht zur Veröffentlichung ggf. nicht mehr erfüllen kann. Dies bedeutet für nach Art. 19 MAR verpflichtete Emittenten in der Praxis nach Auffassung der BaFin zur alten Rechtslage, dass sie mittels interner Anweisungen die meldungspflichtigen Personen anhalten müssen, sie umgehend und nicht erst nach drei Geschäftstagen zu informieren, da ansonsten den Emittenten nicht genügend Zeit für die Abwicklung der Veröffentlichung verbleibt. Es ist zu erwarten, dass die BaFin auch nach neuer Rechtslage an dieser Auffassung festhalten wird.

#### f. Verbot von Eigengeschäften während „closed periods“

Für alle nach Art. 19 MAR verpflichteten Emittenten ist neu, dass während bestimmter Zeiträume, sog. „closed periods“, ein gesetzliches Handelsverbot für Führungspersonen gilt (Art. 19 Abs. 11 MAR). Der Zeitraum umfasst 30 Kalendertage vor der Veröffentlichung eines Zwischenberichts oder eines Jahresabschlussberichts, zu der der jeweilige Emittent nach nationalen Rechtsvorschriften oder den Vorschriften des Handelsplatzes, auf dem die Anteile des Emittenten zum Handel zugelassen sind, verpflichtet ist. Innerhalb dieses Zeitraums dürfen keine meldepflichtigen Geschäfte vorgenommen werden. Dieses Verbot gilt auch für mit Führungspersonen eng verbundenen Personen. Ausnahmen vom Handelsverbot sind jedoch in Einzelfällen zulässig (Art. 19 Abs. 12 MAR i.V.m. Art. 7 ff. Verordnung (EU) 2016/522).



#### VII. Verbot der Marktmanipulation

Eine Marktmanipulation war bereits nach alter Rechtslage verboten (§ 20a WpHG a.F.); nunmehr ist auch der Versuch hierzu von dem Verbot der Marktmanipulation erfasst (Art. 15 MAR). Unter den Begriff der Marktmanipulation fallen insbesondere solche Handlungen, die falsche oder irreführende Signale hinsichtlich des Angebots oder der Nachfrage eines Finanzinstruments i.S.d. Art. 2 Abs. 1 und Abs. 2 MAR geben oder bei denen dies wahrscheinlich ist, oder ein anormales oder künstliches Kursniveau des betreffenden Finanzinstruments erzeugt wird (Art. 12 MAR). Darunter fällt auch die Beeinflussung des Kurses des betreffenden Finanzinstruments (oder der geeignete Versuch dazu) unter Vorspiegelung falscher Tatsachen oder Verwendung sonstiger Kunstgriffe oder Formen der Täuschung.

Neben Art. 12 MAR enthalten Art. 13 MAR und Anhang I der MAR weitere Indikationen für das Vorlie-

gen einer Marktmanipulation sowie Beispiele einer als zulässige Marktpraxis einzustufenden Handlung.

#### VIII. Vorbeugung und Aufdeckung von Marktmissbrauch – Verpflichtungen nicht nur für Emittenten

Um Fälle von Marktmissbrauch effizient verhindern zu können, sind Betreiber von Märkten und Wertpapierfirmen, die einen Handelsplatz betreiben, verpflichtet, wirksame Regelungen, Systeme und Verfahren zur Vorbeugung und Aufdeckung von (versuchten) Insidergeschäften und Marktmissbrauch zu implementieren.

Dies gilt in vergleichbarem Maße für Personen, die gewerbsmäßig Geschäfte vermitteln oder ausführen. Auch sie sind verpflichtet, Systeme und Verfahren zur Aufdeckung und Meldung von verdächtigen Aufträgen und Geschäften vorzuhalten.

Die damit verbundenen Neuerungen betreffen einige Marktteilnehmer, die sich bislang noch nicht mit entsprechenden Organisationspflichten konfrontiert sahen. ESMA und BaFin haben insoweit bereits klargestellt, dass bei Erfüllung bestimmter Kriterien auch für KVGen und Finanzanlagenvermittler mit Lizenz nach § 34f GewO Verpflichtungen zur Vorbeugung und Aufdeckung marktmissbräuchlicher Handlungen bestehen (ESMA-FAQ On the Market Abuse Regulation, 30 May 2016, ESMA/2016/738, BaFin-Workshop, 06.10.2014).

Die Anwendbarkeit der sich aus der MAR ergebenden Verpflichtungen ist im jeweiligen Einzelfall zu prüfen. Insbesondere die aus Art. 16 Abs. 2 MAR resultierende Verpflichtung zur Schaffung organisatorischer Strukturen zur Vorbeugung und Aufdeckung von Marktmissbrauch dürfte für KVGen, für die nicht bereits nach § 5 Abs. 2 Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) i.V.m. §§ 33, 33b WpHG eine entsprechende Verpflichtung besteht sowie Finanzanlagenvermittler mit Lizenz nach § 34f GewO, erhebliche Neuerungen mit sich bringen. Für weitere Marktteilnehmer, d.h. insbesondere auch Wertpapierdienstleistungsunternehmen, dürften die Regelungen aufgrund bestehender organisationsrechtlicher Vorgaben der §§ 33, 33b WpHG nicht neu sein; gleichwohl sollten bestehende Prozesse im Hinblick auf die mit Art. 16 Abs. 2 MAR verbundenen Pflichten kritisch geprüft werden.

Wie vorstehend ausgeführt, sind zum einen Betreiber von Märkten und Wertpapierfirmen, die einen



Handelsplatz betreiben, nach Art. 16 MAR verpflichtet. Daneben bestehen vergleichbare Pflichten auch für Personen, die gewerbsmäßig Geschäfte vermitteln oder ausführen.

Von einer gewerbsmäßigen Vermittlung und Ausführung von Geschäften kann dann ausgegangen werden, wenn eine Person gewerbsmäßig mit der Entgegennahme und Übermittlung von Aufträgen oder der Ausführung von Geschäften mit Finanzinstrumenten i.S.d. Art. 2 Abs. 1 MAR befasst ist, was insbesondere auch die (gewerbsmäßige) Vermittlung von Fondsanteilen, die zum Handel zugelassen sind oder eine Zulassung beantragt haben, beinhalten kann.

Die BaFin hat zur Abgabe entsprechender Meldungen ein elektronisches Meldeverfahren eingerichtet (STOR – suspicious transaction order reporting).

## IX. Sanktionen

Eines der Kernelemente des neuen Marktmissbrauchsregimes ist die Novellierung bestehender Sanktionsmechanismen.

Durch die Umsetzung der MAD im WpHG wurden im Vergleich zur bisherigen Rechtslage drastisch höhere Bußgelder eingeführt und der Strafraumen für bestimmte Verstöße gegen das Marktmissbrauchsregime erweitert. Nach der MAR verpflichtete Emittenten und Marktteilnehmer sind insoweit bereits im eigenen Interesse gut beraten, ihre Compliance-Systeme im Hinblick auf die Einhaltung der sich aus dem Marktmissbrauchsrecht ergebenden Ge- und Verbote zu überprüfen.

### a. Bußgelder

Für **natürliche Personen** sind folgende Bußgelder vorgesehen:

- bis zu EUR 5,0 Mio. für Verstöße gegen die Insiderverbote und das Verbot der Marktmanipulation;
- bis zu EUR 1,0 Mio. u.a. bei Verletzung der Ad-hoc Publizitätspflicht; sowie
- bis zu EUR 500.000 für Verstöße gegen Pflichten im Zusammenhang mit Insiderlisten und Directors' Dealings.

Für **juristische Personen** gelten folgende Bußgelder:

- bis zu EUR 15,0 Mio. oder 15 % des Jahresumsatzes für Verstöße gegen die Insiderverbote und das Verbot der Marktmanipulation;
- bis zu EUR 2,5 Mio. oder 2 % des Jahresumsatzes u.a. bei Verletzung der Ad-hoc Publizitätspflicht; sowie
- bis zu EUR 1,0 Mio. für Verstöße gegen Pflichten im Zusammenhang mit Insiderlisten und Directors' Dealings.

### b. „naming and shaming“

Die Bekanntmachungssanktionen im Internet („naming and shaming“) wurden erweitert. Neben § 40c WpHG tritt nunmehr § 40d WpHG, nach welchem die BaFin befugt ist, ergangene Entscheidungen über verwaltungsrechtliche Sanktionen oder Maßnahmen auch in Bezug auf Verstöße gegen Regelungen der MAR auf ihrer Website unter Nennung der Art und des Charakters sowie der Identität der verantwortlichen Personen bekannt zu machen.

Bisher war eine solche Bekanntmachung lediglich bei einzelnen Maßnahmen und Sanktionen wegen Fehlverhaltens der Marktteilnehmer in bestimmten Bereichen des WpHG vorgesehen (§ 40c WpHG). Veröffentlichen darf die BaFin auch zukünftig noch nicht bestandskräftig ergangene Entscheidungen. Die Veröffentlichung muss für mindestens fünf Jahre auf ihrer Webseite zugänglich sein.

### c. Strafrechtliche Sanktionen

Das deutsche Marktmissbrauchs-Strafrecht wurde ebenso erheblich verschärft, es gilt ein erweiterter Strafraumen.

Nach alter Rechtslage lag im Falle des vorsätzlichen oder leichtfertigen Verstoßes wegen unrechtmäßiger Offenlegung von Insiderinformationen eine Ordnungswidrigkeit vor (§ 39 Abs. 2 Nr. 3 WpHG a.F.); lediglich für Primärinsider war dies auch strafrechtlich von Relevanz (§ 38 Abs. 1 Nr. 2 WpHG a.F.). Nach neuer Rechtslage würde bei einem solchen vorsätzlich begangenen Verstoß auch durch einen Sekundärinsider eine Straftat mit einer Freiheitsstrafe von bis zu fünf Jahren verübt werden (§ 38 Abs. 3 WpHG). Bei leichtfertiger Begehung wiederum bliebe es bei einer Ordnungswidrigkeit (§ 39 Abs. 3b WpHG).

Hinsichtlich des Verbots der Marktmanipulation wurde die Grenze der Strafbarkeit in das Versuchsstadium vorverlagert (§ 38 Abs. 4 WpHG).

## **X. Ausblick Luxemburg**

### **a. MAD noch nicht umgesetzt**

Wie eingangs erwähnt ist die MAD bis dato noch nicht in das luxemburgische Recht umgesetzt worden. Auch die bestehenden Regelungen des Gesetzes vom 9. Mai 2006 über Marktmissbrauch in der jeweils gültigen Fassung („MAL“) hat der Gesetzgeber noch nicht, soweit nötig, ersetzt.

### **b. Klarstellung durch CSSF**

Um Rechtsunsicherheit zu vermeiden, hat die luxemburgische Finanzmarktaufsicht (*Commission de Surveillance du Secteur Financier*, „CSSF“) am 1. Juli 2016 eine Presseerklärung herausgegeben. Die CSSF stellt klar, dass die MAR mit Wirkung zum 3. Juli 2016 in Luxemburg direkt anwendbar ist und somit die entsprechenden Regelungen des MAL ersetzt.

Zur weiteren Klarstellung hat die CSSF eine synoptische Tabelle erstellt, aus der ersichtlich ist durch welche MAR-Vorschrift eine Regelung des MAL ersetzt wird. Alle Notifizierungen und sonstigen Informationen sind an die CSSF unter der Adresse <[market.abuse@cssf.lu](mailto:market.abuse@cssf.lu)> als E-Mail zu senden. Im Übrigen beschränkt sich die Presseerklärung darauf, auf die ESMA Dokumentation, FAQs und Formulare hinzuweisen und eigene Rundschreiben und FAQs in Aussicht zu stellen. Besonders hervorzuheben ist jedoch, dass die CSSF für weitere Fragen zwei Beamte mit direkter Durchwahl in der Presseerklärung benennt.

Soweit, wie oben beschrieben, Lücken in den Luxemburger Normen bestehen, ist davon auszugehen, dass diese in absehbarer Zeit behoben werden. Zu den sich in praktischer Hinsicht ergebenden Fragestellungen ist im Einzelfall eine Abstimmung mit der CSSF zu suchen.

### **c. Neuer Schwellenwert für Directors' Dealings**

Im Gegensatz zur vorherigen Rechtslage gilt somit ab sofort in Luxemburg die de-minimis Ausnahme des Art. 19 Abs. 8 MAR, wonach Directors' Dealings erst ab einer Schwelle von EUR 5.000 pro Kalenderjahr meldepflichtig werden.

Ob Luxemburg diesen Schwellenwert auf EUR 20.000 erhöhen wird (was gemäß Art 19 Abs. 9 MAR möglich wäre), war zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der Presseerklärung noch nicht in Erfahrung zu bringen.

### **d. Unsicherheit bei den Sanktionsvorschriften**

Auf Grund der derzeitigen Rechtslage in Luxemburg besteht jedoch Unsicherheit darüber, ob die neuen Regelungen ausreichend sanktionsbewehrt sind, da die Sanktionsvorschriften der MAL nicht ersetzt wurden und weiterhin auf die (nun ersetzten) Vorschriften und Definition der MAL, nicht jedoch der MAR, verweisen.

### **e. Zuständige Behörde für Luxemburger Emittenten**

Für die in Luxemburg oft zu beobachtende Konstellation, bei der der Emittent seinen Sitz in Luxemburg hat, die von ihm emittierten Finanzinstrumente i.S.d. Art. 2 Abs. 1 MAR jedoch außerhalb von Luxemburg an einer europäischen Börse zum Handel zugelassen sind oder an einem Handelssystem gehandelt werden, gilt Folgendes:

Zuständige Behörde ist grundsätzlich die Behörde des Mitgliedstaates, auf deren Hoheitsgebiet die Finanzinstrumente i.S.d. Art. 2 Abs. 1 MAR an einem geregelten Markt oder Handelssystem gehandelt werden. Eine Ausnahme gilt jedoch für Directors' Dealings. Für diese ist die CSSF aufsichtsbehaftet.

### **f. CSSF nunmehr Aufsichtsbehörde für LuxSE Emittenten**

Umgekehrt finden sich nun all diejenigen nicht-luxemburgischen Emittenten, die ihre Finanzinstrumente i.S.d. Art. 2 Abs. 1 MAR zum Handel am Euro MTF Markt der Luxemburger Börse („LuxSE“) zugelassen haben und bisher nur den Marktmissbrauchsregelungen der Rules & Regulations der LuxSE unterworfen waren, im Anwendungsbereich der MAR unter der Aufsicht der CSSF wieder. Viele dieser Emittenten dürften derzeit den Aufbau des internen Know-hows und einer ausreichenden Compliance mit Blick auf die MAR-Vorschriften als Herausforderung empfinden.

## XI. Fazit

MAR und MAD bringen sowohl in Deutschland wie auch in Luxemburg erhebliche Veränderungen für einige Marktteilnehmer mit sich.

### a. Bedeutung für den Freiverkehr

Zusammenfassend gilt für Freiverkehrsemittenten, soweit deren Finanzinstrumente i.S.v. Art. 2 Abs. 1, 2 MAR auf eigene Initiative zum Handel zugelassen sind oder eine Zulassung beantragt wurde, in Zukunft insbesondere Folgendes:

- Die erweiterten Regelungen über das Verbot des Insiderhandels sind zu beachten.
- Es müssen Insiderlisten angelegt und geführt werden.
- Das Regelungsregime der Veröffentlichungen von Ad-hoc-Meldungen findet Anwendung.
- Die Regelungen über das Directors' Dealing kommen zum Tragen.
- Bei Verstößen drohen drastische Sanktionen.

Insoweit erfasste Freiverkehrsemittenten sind daher jetzt in der Pflicht, kurzfristig effektive Compliance-Organisationen zur Umsetzung der neuen Verpflichtungen zu implementieren und ihre Mitarbeiter entsprechend zu informieren und zu schulen.

Trotz der weitreichenden Neuerungen bleiben einige Erleichterungen für Freiverkehrsemittenten gegenüber der Zulassung zum organisierten Markt bestehen:

- Die Bilanzierung kann weiterhin nach HGB erfolgen (keine zwingende Umstellung auf IFRS).
- Es besteht weiterhin keine Pflicht zur Erstattung von Quartals- oder Halbjahresfinanzberichten.
- Für die Einbeziehung zum Freiverkehrshandel ist weiterhin kein Börsenzulassungsprospekt erforderlich (dieses wäre zwingend von der begleitenden Bank zu unterzeichnen).
- Die Pflicht zur Stimmrechtsmitteilung (§§ 21 ff. WpHG) sowie die zur Abgabe eines Pflichtangebotes (§§ 35 ff. WpÜG) finden auch zukünftig keine Anwendung.

### b. Bedeutung für KVGn und Finanzanlagenvermittler

Die Neuerungen von MAR und MAD betreffen auch KVGn und Finanzanlagenvermittler mit Lizenz nach § 34f GewO in erheblichem Maße. Die Anwendbarkeit der sich aus der MAR ergebenden Verpflichtungen ist im jeweiligen Einzelfall zu prüfen:

- Soweit es sich bei den Fondsanteilen der durch die KVG verwalteten Investmentvermögen um auf eigene Initiative in den Handel einbezogene Finanzinstrumente i.S.d. Art. 2 Abs. 1 MAR handelt, ist die KVG als Emittent im Sinne der MAR einzustufen, verbunden mit entsprechenden Folgepflichten.
- Insbesondere KVGn, Finanzanlagenvermittler mit Lizenz nach § 34f GewO und auch Wertpapierdienstleistungsunternehmen können – auch wenn sie nicht Emittenten im Sinne der MAR sind – zudem betroffen sein, soweit sie gewerbsmäßig Geschäfte mit Finanzinstrumenten i.S.d. Art. 2 Abs. 1 MAR tätigen. In diesen Fällen obliegt ihnen jedenfalls die Verpflichtung zur Vorbeugung und Aufdeckung von Marktmissbrauch.
- KVGn können zudem – insbesondere im Rahmen ihres Portfoliomanagements – selber zu Insidern werden, beispielsweise bei Offenlegung von insiderrelevanten Informationen bei Marktsondierungen oder bei Advisory-Modellen in der Funktion einer Master-KVG.

Auch KVGn, Finanzanlagenvermittler mit Lizenz nach § 34f GewO und Wertpapierdienstleistungsunternehmen müssen sich daher intensiv mit den Neuerungen des Marktmissbrauchsrechts auseinandersetzen, um in der täglichen Praxis auf alle insoweit relevanten Sachverhalte angemessen reagieren zu können.

### c. Luxemburg

Gleichwohl MAR und MAD noch nicht in das luxemburgische Recht „umgesetzt“ worden sind, ist dank der Presseerklärung der CSSF zumindest dahingehend Klarheit hergestellt, dass die MAR mit Wirkung zum 3. Juli 2016 in Luxemburg direkt anwendbar ist und die entsprechenden Regelungen des MAL ersetzt. Bis zur Verabschiedung des zukünftigen Gesetzes ist mit einem geringen Grad an Rechtsunsicherheit im Bereich der Sanktionsvorschriften zu rechnen. Für luxemburgische Gesellschaften, die

Finanzinstrumente ausschließlich außerhalb von Luxemburg gelistet haben, wird die Bedeutung der luxemburgischen Aufsicht nun deutlich geringer sein, da nur noch eine Zuständigkeit für Directors' Dealings gegeben ist. Umgekehrt werden ausländische Euro MTF Emittenten einen erhöhten Compliance- und Abstimmungsbedarf erfahren.

---

#### Ansprechpartner Regulierung

Dr. Markus Escher  
Rechtsanwalt  
Standort München  
markus.escher@gsk.de

Lisa Watermann  
Rechtsanwältin  
Standort München  
lisa.watermann@gsk.de

#### Ansprechpartner Corporate

Jennifer Bierly, LL.M. (University of Pennsylvania)  
Rechtsanwältin  
Standort Berlin  
jennifer.bierly@gsk.de

Hendrik Riedel, LL.M. (University of Warwick)  
Rechtsanwalt  
Standort München  
hendrik.riedel@gsk.de

Benedikt Kreuder, LL.M. (Berkeley)  
Rechtsanwalt  
Standort Berlin  
benedikt.kreuder@gsk.de

#### Ansprechpartner Luxemburg

Dr. Philipp Mößner, LL.M. (McGill University)  
Rechtsanwalt GSK Luxembourg SA  
Standort Luxemburg  
philipp.moessner@gsk-lux.com

---

#### Urheberrecht

GSK Stockmann + Kollegen - Alle Rechte vorbehalten. Die Wiedergabe,ervielfältigung, Verbreitung und/oder Bearbeitung sämtlicher Inhalte und Darstellungen des Beitrages sowie jegliche sonstige Nutzung ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung von GSK Stockmann + Kollegen gestattet.

#### Haftungsausschluss

Diese Mandanteninformation enthält ausschließlich allgemeine Informationen, die nicht geeignet sind, den besonderen Umständen eines Einzelfalles gerecht zu werden. Sie hat nicht den Sinn, Grundlage für wirtschaftliche oder sonstige Entscheidungen jedweder Art zu sein. Sie stellt keine Beratung, Auskunft oder ein rechtsverbindliches Angebot auf Beratung oder Auskunft dar und ist auch nicht geeignet, eine persönliche Beratung zu ersetzen. Sollte jemand Entscheidungen jedweder Art auf Inhalte dieser Mandanteninformation oder Teile davon stützen, handelt dieser ausschließlich auf eigenes Risiko.

GSK Stockmann + Kollegen und auch die in dieser Mandanteninformation namentlich genannten Partner oder Mitarbeiter übernehmen keinerlei Garantie oder Gewährleistung, noch haftet GSK Stockmann + Kollegen und einzelne Partner oder Mitarbeiter in irgendeiner anderen Weise für den Inhalt dieser Mandanteninformation. Aus diesem Grund empfehlen wir, in jedem Fall eine persönliche Beratung einzuholen.

[www.gsk.de](http://www.gsk.de)

#### GSK STOCKMANN + KOLLEGEN

##### BERLIN

Mohrenstraße 42  
10117 Berlin  
Tel +49 30 203907-0  
Fax +49 30 203907-44  
berlin@gsk.de

##### HEIDELBERG

Mittermaierstraße 31  
69115 Heidelberg  
Tel +49 6221 4566-0  
Fax +49 6221 4566-44  
heidelberg@gsk.de

##### FRANKFURT/M.

Taunusanlage 21  
60325 Frankfurt  
Tel +49 69 710003-0  
Fax +49 69 710003-144  
frankfurt@gsk.de

##### MÜNCHEN

Karl-Scharnagl-Ring 8  
80539 München  
Tel +49 89 288174-0  
Fax +49 89 288174-44  
muenchen@gsk.de

##### HAMBURG

Neuer Wall 69  
20354 Hamburg  
Tel +49 40 369703-0  
Fax +49 40 369703-44  
hamburg@gsk.de

---

##### BRÜSSEL

GSK Stockmann + Kollegen  
209a, Avenue Louise  
B-1050 Brüssel  
Tel +32 2 6260 740  
Fax +32 2 6260 749  
bruessel@gsk.de

##### LUXEMBURG

GSK Luxembourg SA  
44, Avenue John F. Kennedy  
L-1855 Luxemburg  
Tel +352 2718 0200  
Fax +352 2718 0211  
luxembourg@gsk-lux.com

#### UNSERE PARTNER DER BROADLAW GROUP:

Lefèvre Pelletier & associés in Frankreich, Nabarro in Großbritannien, Nunziante Magrone in Italien und Roca Junyent in Spanien

[www.broadlawgroup.com](http://www.broadlawgroup.com)