

journal

Im Brennpunkt

Update: Abschnitt der WT-ARL zur
Qualitätssicherung veröffentlicht
Common Content Projekt

Prüfung Aktuell

Elektronische Ausfertigung des
Prüfberichts
PIE-Guide für Österreich

ISA 701: Kommunikation von besonders
wichtigen Prüfungssachverhalten im
Bericht des unabhängigen Prüfers

Rundblick

Österreich,
Europäische Kommission,
IFAC,
Accountancy Europe,
IASB

Service

Judikaturspiegel
Strafrecht
Buchbesprechungen
Zeitschriftenspiegel

Veranstaltungsrückblick

Veranstaltungskalender

1. Ausgabe · März 2017



Autoren: MMag. Martin Kollar, MMag. Dr. Christopher Schrank

Müssen Wirtschaftstrehänder Insiderlisten führen?

Die EU-Marktmissbrauchsverordnung (Market Abuse Regulation, kurz MAR) hat zu gravierenden Änderungen im Insiderrecht der Mitgliedsstaaten geführt, die auch Wirtschaftstrehänder und andere Berufsgruppen, die mit Insiderinformationen konfrontiert sind, unmittelbar betreffen.¹ Dieser Beitrag zeigt, auf welche Regelungen und Fragen Wirtschaftstrehänder hier speziell achten müssen, um folgenschwere Fehler und drastische Geldstrafen zu vermeiden.

1 Vorliegen einer Insiderinformation

Kern der MAR ist der Begriff der Insiderinformation. Denn ob und ab wann im konkreten Fall eine Insiderinformation vorliegt, löst in der Praxis komplexe Abgrenzungsfragen aus. Insiderinformationen sind

- nicht öffentlich bekannte präzise Informationen,
- die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder Finanzinstrumente betreffen und
- die geeignet wären, den Kurs der Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen, wenn sie öffentlich bekannt würden.²

Besonders die Frage, wann eine **ausreichend „präzise“ Information** vorliegt, ist oft nicht klar zu beantworten.³ Die Eintrittswahrscheinlichkeit des (noch ungewissen) Ereignisses muss bei über 50 % liegen.⁴ Darüber hinaus muss die Information auch spezifisch genug sein, um Rückschlüsse auf eine mögliche Kursentwicklung zuzulassen.⁵ Es liegt auf der Hand, dass es in der Praxis oft schwierig sein wird, genau

festzustellen, ab wann ein bestimmtes Ereignis hinreichend wahrscheinlich ist. Dies gilt umso mehr bei Zwischenschritten im Rahmen zeitlich gestreckter Sachverhalte. Denn auch solche Zwischenschritte gelten nach der MAR ausdrücklich als Insiderinformation, wenn sie die genannten Kriterien erfüllen.⁶ Wie schwierig die Abgrenzung einer „präzisen Information“ im Einzelfall ist, unterlegen etwa Transaktionen im M&A-Bereich: Im Rahmen einer solchen Transaktion führen die beteiligten Unternehmen zunächst informelle Gespräche, schließen Vertraulichkeitsvereinbarungen ab, diskutieren Term Sheets zu den wirtschaftlichen Eckpunkten und führen Due Diligence-Prüfungen durch. Insgesamt erfolgen etliche Zwischenschritte über einen Zeitraum von mehreren Monaten, bis die Transaktion abgeschlossen ist. Ab wann in diesem Zusammenhang eine Eintrittswahrscheinlichkeit des konkreten Geschäfts von über 50 % gegeben ist, und ab wann ein bestimmter Zwischenschritt der Transaktion somit als Insiderinformation gilt, darüber werden sich auch die beteiligten Personen oft nicht einig sein.

Zu beachten ist, dass der VwGH in einer aktuellen Entscheidung dazu tendiert, die Messlatte an „präzise Informationen“ recht niedrig anzusetzen.⁷ Konkret hat der VwGH den Abschluss eines Memorandum of Understanding – also einer rechtlich unverbindlichen Absichtserklärung – zwischen der Verbund AG und dem deutschen Energiekonzern E.ON über einen möglichen Asset Swap von Unternehmensbeteiligungen als Insiderinformation qualifiziert.

¹ Die MAR ist mit 3.7.2016 in Kraft getreten.

² Der Begriff der Insiderinformation wird in Art 7 der MAR umfassend definiert und ist von zentraler Bedeutung. Mit dem Verbot von Insidergeschäften und der unrechtmäßigen Offenlegung von Insiderinformationen sowie den Bestimmungen zur Ad-hoc-Publizität und der Führung von Insiderlisten knüpfen gleich mehrere Regelungen der MAR direkt an den Begriff der Insiderinformation an.

³ Vgl dazu Schrank in Kert/Kodek, Das große Handbuch Wirtschaftsstrafrecht (2016) Rz 17.18 ff.

⁴ Eine Abwägung zwischen der Eintrittswahrscheinlichkeit des Ereignisses und dem möglichen Einfluss auf den Kurs findet nicht statt. Der Europäische Gerichtshof lehnt einen solchen Probability/Magnitude-Test ab; EuGH 28.6.2012, RS C-19/11 – Markus Geltl / Daimler AG.

⁵ Die Richtung der möglichen Kursentwicklung muss nach der Rechtsprechung des EuGH dabei nicht vorhersehbar sein; EuGH 11.3.2015, C-628/13, Lafonta; vgl dazu auch Schagerl/Sturma, EuGH verschärft Ad-hoc-Publizität bei Insider-Informationen, ZFR 2015/164.

⁶ Der Ansatz der MAR, zeitlich gestreckte Vorgänge ausdrücklich zu regeln, ist neu. Zu diesem Zweck hat der europäische Gesetzgeber in Art 7 Abs 2 Satz 2 MAR wesentliche Elemente der Geltl/Daimler-Entscheidung des EuGH in den Verordnungstext übernommen. Demnach können im Fall eines zeitlich gestreckten Vorgangs, der ein bestimmtes zukünftiges Ereignis herbeiführen soll, nicht nur das zukünftige Ereignis, sondern auch die Zwischenschritte als präzise Information betrachtet werden.

⁷ VwGH 20.4.2016, 2015/02/0152 und 2015/02/0154.

2 Wirtschaftstrehänder als Insider

Das Vorliegen einer Insiderinformation hat auch für Wirtschaftstrehänder unmittelbare Folgen. Denn die MAR knüpft nicht nur bei den verbotenen Insidergeschäften und der Ad-hoc-Meldepflicht an den Begriff der Insiderinformation an, sondern sieht in diesem Zusammenhang **umfassende Aufzeichnungs- und Belehrungspflichten** vor, die auch externe Berater – wie eben Wirtschaftstrehänder – treffen, denen Zugang zu Insiderinformationen gewährt wird.

3 Insiderlisten des Unternehmens

Die Pflicht, Insiderlisten zu führen, soll nach den Erwägungsgründen der MAR insbesondere dazu dienen, den Fluss von Insiderinformationen zu überwachen und somit dazu beitragen, dass Geheimhaltungspflichten eingehalten werden.⁸ Die Insiderliste kann bereits im Vorfeld des Entstehens einer Insiderinformation angelegt werden.⁹ Sie ist fortlaufend zu aktualisieren und muss folgende Daten erfassen:¹⁰

- die Identität aller Personen, die Zugang zu Insiderinformationen haben,
- den Grund der Aufnahme in die Insiderliste,
- das Datum, an dem diese Person Zugang zu Insiderinformationen erlangt hat sowie die entsprechende Uhrzeit und
- das Datum der Erstellung der Insiderliste.

Die Insiderliste ist als Gesamtliste zu führen, in der für jede einzelne Insiderinformation ein eigener Abschnitt einzurichten ist. Sie ist für einen Zeitraum von mindestens fünf Jahren nach der Erstellung oder Aktualisierung aufzubewahren. Personen, die jederzeit Zugang zu Informationen haben, können in einem eigenen Abschnitt erfasst werden. Zu denken ist dabei etwa an den Vorstandsvorsitzenden einer AG. Solche „permanenten Insider“ müssen dann nicht bei jeder Insiderinformation im jeweiligen Abschnitt neu erfasst werden, sondern nur einmal im permanenten Abschnitt der Insiderliste. Neben Führungskräften und Mitarbeitern sind auch unternehmensexterne Personen mit Zugang zur Insiderinformation zu erfassen, die „im Auftrag oder für Rechnung“ des Emittenten handeln. Wirtschaftstrehänder, denen Zugang zu Insiderinformationen gewährt wird, sind daher in die Liste

aufzunehmen. Der Kreis der erfassten Insider bezieht sich auf jene **Personen, denen bestimmungsgemäß** – entsprechend der ihnen zugewiesenen Aufgabe – **Zugang zu Insiderinformationen** gewährt wird. Abzugrenzen ist dieser bestimmungsgemäße Zugang von einer rein zufälligen Kenntnis oder einem widerrechtlichen Erlangen von Insiderinformationen. So sind etwa IT-Mitarbeiter, die sich aufgrund von Administratorenrechten Zugang zu Daten verschaffen könnten, dies aber freilich nicht tun sollen, nicht in die Insiderliste aufzunehmen.¹¹ In der Praxis wird die Abgrenzung der hier zu erfassenden Personen von der Organisationsstruktur des jeweiligen Unternehmens abhängen. Im Fall von **Wirtschaftstrehändern** werden neben den zuständigen Partnern die ihnen zugeordneten Mitarbeiter, die aufgrund ihrer Tätigkeit Zugang zu den betreffenden Informationen haben, erfasst sein. Das umfasst auch den Back-Office-Bereich, sofern hier über das Verwalten von Unterlagen oder Korrespondenz ein entsprechender Informationszugang besteht. Im Übrigen wird aber zwischen den Teams und Bereichen von Wirtschaftstreuhandgesellschaften genau abzugrenzen sein: Liegt daher etwa im Transaktionsbereich Insiderwissen vor, sind die übrigen Teams wie auch der Prüfungsbereich nicht betroffen. In Zweifelsfällen empfiehlt es sich aber, den Kreis der Insider eher weiter zu ziehen, um hier allfällige Risiken zu vermeiden.

4 Separate Insiderliste des Wirtschaftstrehänders?

In der MAR ist nicht genau geregelt, ob neben dem Emittenten auch unternehmensexterne Insider – wie eben Wirtschaftstrehänder – eine eigenständige Pflicht trifft, Insiderlisten zu führen. Nach der MAR müssen „*Emittenten oder alle in ihrem Auftrag oder für ihre Rechnung handelnden Personen*“ Insiderlisten aufstellen.¹² Über die Auslegung dieser Bestimmung bestehen sogar zwischen der FMA und der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) Auffassungsunterschiede.

Die **FMA** sieht hier eine alternative Verpflichtung entweder des Emittenten oder der in seinem Auftrag oder für seine Rechnung handelnden Personen. Nach dieser Auffassung ist es

⁸ Vgl. dazu Erwägungsgrund 57 der MAR.

⁹ BaFin, FAQ zu Insiderlisten nach Art 18 der Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates (Stand 5.8.2016) 4.

¹⁰ Siehe Art 18 Abs 3 MAR, weitere Vorgaben zu den Insiderlisten enthält die Durchführungsverordnung (EU) 2016/1347 der Kommission vom 10. März 2016 zur Festlegung technischer Durchführungsstandards im Hinblick auf das genaue Format der Insiderlisten und für die Aktualisierung von Insiderlisten gemäß der Verordnung (EU) Nr 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates.

¹¹ BaFin, FAQ zu Insiderlisten nach Art 18 der Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr 596/2014 (Stand 5.8.2016) 5.

¹² Art 18 Abs 1 MAR.



Christopher Schrank
Partner der Brandl & Talos Rechtsanwälte
GmbH und auf Gesellschafts- und
Wirtschaftsstrafrecht sowie Corporate
Compliance spezialisiert



Martin Kollar
Rechtsanwalt bei der Brandl & Talos
Rechtsanwälte GmbH und spezialisiert
in den Bereichen Kapitalmarkt- und
Gesellschaftsrecht.

ausreichend, wenn der Emittent eine vollständige Insiderliste führt.¹³ Der Emittent kann die Erstellung der Insiderlisten zwar – etwa auf Basis einer vertraglichen Vereinbarung – an Dritte delegieren, ihn trifft aber weiterhin die volle Verantwortung für deren Vollständigkeit und Richtigkeit.

Die **BaFin** sieht dagegen neben der Pflicht des Emittenten auch eine eigenständige Verpflichtung der vom Emittenten beauftragten Personen, Insiderlisten zu führen. Nach Auffassung der BaFin hat der Emittent in seiner Insiderliste einen Hinweis auf die Einbindung dieser Personen aufzunehmen, wobei es ausreicht, den jeweiligen Ansprechpartner zu benennen.¹⁴ Die unternehmensexternen Insider sind in weiterer Folge für die Führung, Vollständigkeit und Richtigkeit ihrer Insiderliste selbst verantwortlich.

Für das Beispiel der M&A-Transaktion, die von einem Wirtschaftstreuhänder beratend begleitet wird, ergeben sich aus den beiden Varianten grundlegende Unterschiede: Liegt die Verantwortung für das Führen der Insiderliste – entsprechend der Auslegung der FMA – primär beim Emittenten, ist dieser im Rahmen der Transaktion verpflichtet, laufend zu prüfen, welche Personen auf Seiten des Wirtschaftstreuhänders Zugang zu Insiderinformationen haben, um die Insiderliste entsprechend zu aktualisieren. Dabei wird der Emittent die Richtigkeit und Vollständigkeit der vom Wirtschaftstreuhänder zur Verfügung gestellten Daten praktisch nur auf ihre Plausibilität prüfen können. Folgt man hingegen der Auslegung der BaFin, reicht aus Sicht des Emittenten die Aufnahme des jeweiligen Ansprechpartners in die Insiderliste. Der Wirtschaftstreuhänder wäre dann aber verpflichtet, selbst eine eigene Insiderliste zu führen, für jede Insiderinformation einen separaten Abschnitt anzulegen und die Daten laufend zu aktualisieren. Im Fall von Verstößen gegen die Vorschriften der MAR würden die

Verwaltungsstrafen den Wirtschaftstreuhänder treffen.

Eine unterschiedliche Handhabung der MAR-Regelungen widerspricht freilich dem Zweck der Harmonisierung der Marktmissbrauchsbestimmungen. Es ist davon auszugehen, dass sich eine der beiden Auslegungsvarianten früher oder später durchsetzen wird. Aus unserer Sicht sprechen aufgrund des Wortlauts der Bestimmung – die eine Verpflichtung des Emittenten **oder** der von ihm beauftragten Personen festlegt – insgesamt die besseren Gründe für die Auslegung der FMA, die hier von einer Alternativverpflichtung ausgeht. Die Auslegung der BaFin, die nebeneinander bestehende Verpflichtungen des Emittenten und der beauftragten Personen annimmt, ist dagegen unseres Erachtens vom Wortlaut der Bestimmung nicht gedeckt. Inhaltlich ist die Interpretation der BaFin allerdings dahingehend zu begrüßen, dass die Zuständigkeit für das Führen der Insiderliste in den Verantwortungsbereich der beauftragten Person fällt, die wohl am besten beurteilen kann, welche Personen bestimmungsgemäßen Zugang zu Insiderinformationen haben, während Emittenten hier nur Daten abfragen und diese auf ihre Plausibilität hin prüfen können. Bis die Frage, wer die Insiderliste zu führen hat, gerichtlich geklärt ist, **empfehlen** wir im Hinblick auf die in der MAR vorgesehenen drastischen Geldstrafen den für Emittenten handelnden Personen – wie eben Wirtschaftstreuhändern – **eigene Insiderlisten** anzulegen.

5 Insidererklärungen

Die auf der Insiderliste erfassten Personen sind über die Auflistung als Insider zu informieren und über die mit der Insiderstellung verbundenen Pflichten zu belehren. Nach der MAR sind alle erforderlichen Vorkehrungen zu treffen, um dafür zu sorgen, dass die auf der Insiderliste erfassten Personen

¹³ Siehe dazu auch Wilfling, *Praxishandbuch Börserecht* (2017) Rz 656 ff mwN.

¹⁴ BaFin, FAQ zu Insiderlisten nach Art 18 der Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr. 596/2014 (Stand 5.8.2016) 2.

ihre Pflichten schriftlich anerkennen und sich der Sanktionen bewusst sind, die für Insidergeschäfte und die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen gelten.¹⁵

Verantwortlich für das Einholen der Insidererklärungen ist derjenige, der verpflichtet ist, die jeweilige Insiderliste zu führen. Daher haben auch Wirtschaftstreuhand, die Insiderlisten aufstellen, die darin erfassten Personen entsprechend zu belehren und schriftliche Insidererklärungen einzuholen.¹⁶ Die Erklärung ist einzuholen, wenn eine Person erstmals in die Insiderliste aufgenommen wird. Dabei gilt der Grundsatz „einmal belehrt, immer belehrt“. Bei einer neuerlichen Erfassung in einem weiteren Abschnitt der Insiderliste ist die betroffene Person über die Aufnahme zu informieren, eine erneute schriftliche Insidererklärung ist aber nicht erforderlich.

6 Sanktionen

Die MAR sieht in allen Bereichen sehr hohe Verwaltungsstrafen vor, die in dieser Höhe im österreichischen Rechtssystem bisher unbekannt waren. So sind die Geldstrafen für Verstöße gegen das Verbot von Insidergeschäften massiv verschärft worden. Natürlichen Personen drohen Strafen von bis zu EUR 5 Mio oder bis zum Dreifachen des aus dem Verstoß gezogenen Nutzens. Über juristische Personen kann die FMA Geldstrafen von bis zu EUR 15 Mio, 15 % des jährlichen Gesamtnettoumsatzes oder bis zum Dreifachen des aus dem Verstoß gezogenen Nutzens verhängen.¹⁷

Aber auch bei Verstößen gegen administrative Pflichten – wie das Führen von Insiderlisten und das Einholen von Insidererklärungen – betragen die Geldstrafen für natürliche Personen bis zu EUR 500.000 oder bis zum Dreifachen des aus dem Verstoß gezogenen Nutzens. Dabei ist erwähnenswert, dass diese Strafdrohungen nicht nur für besonders gravierende Verstöße, sondern (zumindest theoretisch) auch für geringfügige Verstöße und Abweichungen von den umfassenden Vorgaben der MAR und ihren Begleitnormen gelten.

Gegen diese exzessiven Strafdrohungen bestehen verfassungsrechtliche Bedenken. Aus Art 91 Bundes-Verfassungsgesetz

wird abgeleitet, dass nicht Verwaltungsbehörden, sondern die ordentlichen Gerichte über strafbare Handlungen zu entscheiden haben, wenn das Strafmaß ein bestimmtes Maß überschreitet. Die Bedenken in diesem Zusammenhang beziehen sich aber nicht nur auf den verfassungsrechtlich geschützten Kernbereich der Gerichte, sondern vor allem auch auf Defizite des nationalen Verwaltungsstrafverfahrens. Das Verwaltungsstrafrecht ist systematisch auf Bagatelstrafen ausgelegt und aus rechtsstaatlicher Sicht zur Durchsetzung von Strafdrohungen in Millionenhöhe ungeeignet.¹⁸ Der österreichische Gesetzgeber ist sich dieser Problematik durchaus bewusst, verweist hinsichtlich der Zulässigkeit der Strafhöhen aber auf die europarechtlichen Vorgaben und den Anwendungsvorrang des Unionsrechts. Ob diese verfassungsrechtlichen Bedenken im Anlassfall einer Verwaltungsstrafe erfolgreich entgegengehalten werden können, wird die Rechtsprechung erst in den nächsten Jahren klären.

7 Fazit

Die Insiderbestimmungen der MAR bringen für Wirtschaftstreuhand zusätzliche Aufzeichnungs- und Belehrungspflichten. Bis die Gerichte abschließend geklärt haben, ob auch für den Emittenten handelnde Berater – wie eben Wirtschaftstreuhand – verpflichtet sind, separate Insiderlisten zu führen, empfehlen wir, eigene Insiderlisten anzulegen und Insidererklärungen einzuholen. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf die in der MAR vorgesehenen drastischen Geldstrafen.

Kontaktadressen:

kollar@btp.at
schrack@btp.at

¹⁵ Art 18 Abs 2 MAR.

¹⁶ Nach Auffassung der BaFin können Insidererklärungen auch in elektronischer Form abgegeben werden, sofern auch zu einem späteren Zeitpunkt die Kenntnisnahme nachgewiesen werden kann. Vgl dazu BaFin, FAQ zu Insiderlisten nach Art 18 der Marktmissbrauchsverordnung (EU) Nr 596/2014 (Stand 5.8.2016) 3.

¹⁷ Ab gewissen Transaktionsvolumina (und zum Teil Kursauswirkungen) fallen Insidergeschäfte nicht mehr unter das Verwaltungsstrafrecht, sondern in die gerichtliche Strafbarkeit. So drohen bei Insidergeschäften mit einem Volumen von mehr als EUR 1 Mio Freiheitsstrafen von bis zu fünf Jahren. Juristische Personen können von Strafgerichten nach Maßgabe des Verbandsverantwortlichkeitsgesetzes mit Geldstrafen belegt werden.

¹⁸ Die Kritik bezieht sich dabei insbesondere auf die Identität der strafverfolgenden und der entscheidenden Behörde erster Instanz, die Verschuldensvermutung und faktische Erfolgshaftung bei Ungehorsamsdelikten, die Geltung des Kumulationsprinzips und den Konflikt zwischen weitgehenden Auskunftsrechten der FMA und dem Schutz vor Selbstbezeichnung im Verfahren.