

Leseprobe zu



Marsch-Barner/Schäfer (Hrsg.)

Handbuch börsennotierte AG

Aktien- und Kapitalmarktrecht

4. neu bearbeitete Auflage, 2018, 2268 Seiten, gebunden, Handbuch, 17 x 24cm

ISBN 978-3-504-31172-8

299,00 €

Emittent Haftungsadressat ist¹. Ob eine deliktische Außenhaftung von Organmitgliedern (Vorstand) wegen vorsätzlicher sittenwidriger Schädigung nach § 826 BGB in Betracht kommt, ist streitig, nach richtiger Auffassung jedoch zu bejahen².

§ 16 Directors' Dealings

I. Entwicklung der Pflicht zur Mitteilung und Veröffentlichung von Geschäften durch Führungspersonen 16.1 II. Anwendungsbereich von Art. 19 MAR 1. Emittenten, Märkte und erfasste Finanzinstrumente (sachlicher Anwendungsbereich). 16.3 2. Normadressaten (persönlicher Anwendungsbereich). 16.6	III. Melde- und Veröffentlichungspflichten 1. Erfasste Transaktionen 16.13 a) Eigengeschäfte 16.16 b) Ausnahmen von den Meldepflichten 16.16 2. Mitteilung und Veröffentlichung. 16.19 IV. Handelsverbot. 16.22 V. Sanktionen 1. Bußgeld 16.23 2. Nichtigkeit oder Schadensersatz? 16.24
--	--

Schrifttum zur Rechtslage ab 3.7.2016: *Büchs/Ditter/Henselmann/Hering/Götz*, Directors' Dealings am deutschen Kapitalmarkt, ZCG 2016, 101; *Götze/Carl*, Konzernrechtliche Aspekte der Transparenzpflichten nach der EU-Marktmisbrauchsverordnung, Der Konzern 2016, 529; *Helm*, Pflichten des Wertpapierdienstleistungsunternehmens in der Finanzportfolioverwaltung bei Directors' Dealings nach der Marktmisbrauchsverordnung, ZIP 2016, 2201; *Hitzer/Wasmann*, Von § 15a WpHG zu Art. 19 MMVO: Aus Directors' Dealings werden Managers' Transaction, DB 2016, 1483; *Knuts*, The Optimal Scope of Disclosure by Association Regime under MAR, ECFR 2016, 495; *Kraack*, Directors' Dealings bei Erwerbs- und Übernahmeangeboten, AG 2016, 57; *Kumpan*, Die neuen Regelungen zu Directors' Dealings in der Marktmisbrauchsverordnung, AG 2016, 446; *Kumpan*, Neue Regelungen zu Directors' Dealings in Investmentfonds und anderen Finanzportfolios, AG 2016, R219; *von der Linden*, Das neue Marktmisbrauchsrecht im Überblick, DStR 2016, 1036; *Maume/Kellner*, Directors' Dealings unter der EU-Marktmisbrauchsverordnung, ZGR 2017, 273; *Mutter*, Musterklausel zur Anpassung von Vorstandsverträgen an Art. 19 MAR, AG 2016, R239; *di Noia/Milič/Spatola*, Issuers obligations under the new Market Abuse Regulation and the proposed ESMA guideline regime: a brief overview, ZBB 2014, 96; *Poelzig*, Die Neuregelung der Offenlegungsvorschriften durch die Marktmisbrauchsverordnung, NZG 2016, 761; *Ritz*, ESMA Level 2 – Vorschläge zu Eigengeschäften von Führungskräften (directors' dealings) und Insiderlisten, RdF 2015, 268; *Rubner/Pospiech*, Verschärfte Regeln für Directors' Dealings, NJW Spezial 2015, 719; *Stübner*, Bekanntmachungen von durchgeführten Transaktionen im Rahmen von Mitarbeiteraktienprogrammen nach Safe Harbor-VO, ZIP 2016, 1374; *Stübner*, Directors' Dealings nach der Marktmisbrauchsverordnung, DStR 2016, 1221; *Veil*, Europäisches Insiderrecht 2.0 – Konzeption und Grundsatzfragen der Reform durch MAR und CRIM-MAD, ZBB 2014, 85.

Schrifttum zur Rechtslage bis 2.7.2016: *Bedkowski*, Der neue Emittentenleitfaden der BaFin, BB 2009, 394; *Bednarz*, Pflichten des Emittenten bei einer unterlassenen Mitteilung von Directors' Dealings, AG 2005, 835; *Bode*, Die Anwendung von § 15a WpHG bei Geschäften innerhalb eines Konzerns, AG 2008, 648; *Bürgers*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, BKR 2004, 424; *Burg/Marx*, Der neue Emittentenleitfaden der BaFin (2009), AG 2009, 487; *Diekmann/Sustmann*, Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, NZG 2004, 929; *Dreyling*, Ein Jahr Anlegerschutzverbesserungsgesetz – Erste Erfahrungen, Der Konzern 2006, 1; *Engelhart*, Meldepflichtige und meldefreie Geschäftsarten bei Directors' Dealings (§ 15a WpHG), AG 2009, 856;

1 Vgl. nur *Sethe* in Assmann/Uwe H. Schneider, §§ 37b, 37c WpHG Rz. 25 ff.; *Zimmer/Grotheer* in Schwark/Zimmer, §§ 37b, 37c WpHG Rz. 21 sowie unter Rz. 17.5 ff.

2 Vgl. nur *Sethe* in Assmann/Uwe H. Schneider, §§ 37b, 37c WpHG Rz. 115 ff. m.w.N.; *Leuschner*, ZIP 2008, 1050; *Möllers*, NZG 2008, 413.

Erkens, Directors' Dealings nach dem neuen WpHG, Der Konzern 2005, 29; *Escher-Weingart/Hannich*, Gesetz zur Neuordnung des Pfandbriefrechts bestimmt den Kreis der Mitteilungspflichten gem. § 15a WpHG („Directors' Dealings“) neu, NZG 2005, 922; *Fischer zu Cramburg/Royé* in Heidel (Hrsg.), Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2011, Kap. 14; *Fleischer*, Organpublizität im Aktien-, Bilanz- und Kapitalmarktrecht, NZG 2006, 561; *Fleischer*, Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, NJW 2002, 2977; *Fleischer*, Directors' Dealings, ZIP 2002, 1217; *Fleischer*, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?, Gutachten zum 64. Deutschen Juristentag, 2002; *Fürhoff/Schuster*, Entwicklung des Kapitalmarktaufsichtsrechts im Jahre 2002, BKR 2003, 134; *Großmann/Nikoleyczik*, Praxisrelevante Änderungen des Wertpapierhandelsgesetzes – Die Auswirkungen des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes, DB 2002, 2031; *Hagen-Eck/Wirsch*, Gestaltung von Directors' Dealings und die Pflichten nach § 15a WpHG, DB 2007, 504; *Hower-Knobloch*, Directors' Dealings gem. § 15a WpHG, 2007; *Hutter/Lempert*, Das 4. Finanzmarktförderungsgesetz aus Unternehmenssicht, NZG 2002, 649; *Klawitter/Schlitt*, Kapitalmarktrechtliche Folgepflichten eines börsennotierten Unternehmens, in Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 3. Aufl. 2013, § 38 Rz. 152 ff.; *S. Koch*, Neuerungen im Insiderrecht und der Ad-hoc-Publizität, DB 2005, 267; *Kocher*, Kapitalmarkt-Compliance bei der börsennotierten Familiengesellschaft, BB 2012, 721; *Kuthe*, Änderungen des Kapitalmarktrechts durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, ZIP 2004, 883; *Letzel*, Directors' Dealings in der Unternehmenspraxis, BKR 2002, 862; *Merkner*, Directors' Dealings – Der Anwendungsbereich von § 15a WpHG im Rahmen von Aktienoptionsprogrammen, BKR 2003, 733; *Mutter*, Die Holdinggesellschaft als reziproker Familienpool – Pflichten nach WpHG und WpÜG, DStR 2007, 2013; *Noack*, Elektronische Publizität im Aktien- und Kapitalmarktrecht in Deutschland und Europa, AG 2003, 537; *Osterloh*, Directors' Dealings, 2007; *Pfüller*, Directors' Dealings, in Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.), Handbuch der Kapitalmarktinformation, 2. Aufl. 2013, § 22; *Pluskat*, Die Neuregelung des Directors' Dealings in der Fassung des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes, DB 2005, 1097; *Pluskat*, Die durch das AnSVG geänderte Regelung der Directors' Dealings vor dem Hintergrund der Richtlinie zur Durchführung der Marktmissbrauchsrichtlinie, BKR 2004, 467; *Posegga*, Pflicht zur Veröffentlichung von Directors' Dealings: Quo Vadis, Anlegerschutz, BKR 2002, 697; *Posegga*, Anlegerschutz bleibt durch ex-post-Transparenz bei Directors' Dealings auf der Strecke, BKR 2002, 1061; *Rudolph*, Viertes Finanzmarktförderungsgesetz – Ist der Name Programm?, BB 2002, 1036; *Uwe H. Schneider*, Meldepflichtige Wertpapiergeschäfte von Organmitgliedern („Directors' Dealings“) im Konzern, AG 2002, 473; *Uwe H. Schneider*, Der pflichtauslösende Sachverhalt bei „Directors' Dealings“, BB 2002, 1817; *Schuster*, Kapitalmarktrechtliche Verhaltenspflichten von Organmitgliedern am Beispiel des § 15a WpHG, ZHR 167 (2003), 193; *von Buttlar*, Direktors' Dealings: Änderungsbedarf aufgrund der Marktmissbrauchs-Richtlinie, BB 2003, 2133; *Wastl*, Directors' Dealings und aktienrechtliche Treuepflicht, NZG 2005, 17; *Weiler/Tollkühn*, Die Neuregelung des „directors' dealing“ nach dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz, DB 2002, 1923; *Widder*, Insiderrisiken und Insider-Compliance bei Aktienoptionsprogrammen für Führungskräfte, WM 2010, 1882; *Ziemons*, Neuerungen im Insiderrecht und bei der Ad-hoc-Publizität durch die Marktmissbrauchsrichtlinie und das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, NZG 2004, 537.

I. Entwicklung der Pflicht zur Mitteilung und Veröffentlichung von Geschäften durch Führungspersonen

Eine Pflicht zur **Mitteilung** und Veröffentlichung **von Geschäften** in bestimmten Finanzinstrumenten eines Emittenten wurde für **Führungspersonen des Emittenten** erstmals durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz als § 15a WpHG a.F. in Deutschland eingeführt. Die Einführung von § 15a WpHG a.F. mit Wirkung ab dem 1.7.2002 erfolgte im Vorgriff auf die Marktmissbrauchsrichtlinie, die erst am 29.1.2003 verabschiedet wurde¹. Art. 6 Abs. 4 der Marktmissbrauchsrichtlinie verpflichtete die Mitgliedstaaten dafür zu sorgen, dass „Personen, die bei einem Emittenten von Finanzinstrumenten Führungsaufgaben wahrnehmen, sowie gegebenenfalls in enger Beziehung zu ihnen stehende Personen“, die zuständigen Behörden unterrichten „über alle Eigengeschäfte mit Aktien des genannten Emittenten oder mit sich darauf beziehenden Derivaten oder anderen Finanzinstrumen-

16.1

¹ Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, ABl. EU Nr. L 96 v. 12.4.2003, S. 16 ff.

ten“. Diese pauschale Regelung wurde konkretisiert durch eine im Wege des Komitologieverfahrens ergangene **Richtlinie der Kommission**¹. Da die Richtlinien nicht dem kurz vorher ergangenen § 15a WpHG a.F. entsprachen, war das deutsche Gesetz bereits nach knapp zwei Jahren zu ändern. Diese Änderung erfolgte durch das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (AnSVG)². Weitere Änderungen wurden eingefügt durch das Gesetz zur Neuordnung des Pfandbriefrechts vom 22.5.2005³, das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz (TUG) vom 5.1.2007⁴ sowie das Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz (FRUG) vom 16.7.2007⁵. Mit der MAR⁶ gelten seit 3.7.2016 EU-weit einheitliche Regelungen, die von Art. 19 MAR nicht mehr als „Directors’ Dealings“, sondern als „Eigengeschäfte von Führungskräften“ bezeichnet werden. Ergänzt werden die Regelungen durch Level 2 und Level 3 Akte der ESMA⁷ und Q&A von BaFin⁸ und ESMA⁹. § 15a WpHG a.F. wurde daher durch das 1. Fi-MaNoG¹⁰ zum 3.7.2016 aufgehoben.

16.2 Art. 19 MAR unterwirft **Führungspersonen** einer **eigenen**, nur mittelbar mit dem Unternehmen im Zusammenhang stehenden, **kapitalmarktorientierten Mitteilungspflicht** und erstmals auch Handelsverboten (siehe dazu schon Rz. 14.56 ff. und Rz. 16.22). Mit der Regelung verfolgt der Gesetzgeber im Wesentlichen folgende **Zwecke**¹¹:

1. **Markttransparenz** in Form von Beteiligungstransparenz, die sich früher nur im Rahmen von Primärmarktpublizität fand und die auf Sekundärmarkttransaktionen bestimmter Marktteilnehmer (Führungspersonen) erstreckt wird;
2. **Indikatorwirkung** dergestalt, dass die übrigen Kapitalmarktteilnehmer (vermeintliche) Rückschlüsse auf die weitere Kursentwicklung aufgrund der Eigendispositionen von Führungspersonen des Emittenten ziehen können;
3. **Anlegergleichbehandlung** (informationelle Chancengleichheit) durch Abmilderung des Wissensvorsprungs der Verwaltungsmitglieder;

1 Richtlinie 2004/72/EG der Kommission vom 29. April 2004 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates (Zulässige Marktpraktiken, Definition von Insiderinformationen in Bezug auf Warenderivate, Erstellung von Insider-Verzeichnissen, Meldung von Eigengeschäften und Meldung verdächtiger Transaktionen), ABl. EU Nr. L 162 v. 30.4.2004, S. 70 ff. – dazu *Pluskat*, BKR 2004, 467.

2 BGBl. I 2004, 2630 ff.

3 BGBl. I 2005, 1373.

4 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz), BGBl. I 2007, 10.

5 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz), BGBl. I 2007, 1330.

6 VO (EU) Nr. 596/2014 über Marktmissbrauch, ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, S. 1; Berichtigung ABl. EU Nr. L 287 v. 21.10.2016, S. 320; Art. 19 wurde mit Wirkung ab 1.1.2018 geändert durch Art. 56 der VO (EU) 2016/1011 über Indizes, die als Referenzwerte dienen, ABl. EU Nr. L 171 v. 29.6.2016, S. 1.

7 DurchführungsVO (EU) 2016/523 der Kommission zur Festlegung technischer Durchführungsstandards im Hinblick auf Eigengeschäfte von Führungskräften, ABl. EU Nr. L 88 v. 5.4.2016, S. 19; Delegierte VO (EU) 2016/522 der Kommission u.a. zu Arten meldepflichtiger Eigengeschäfte von Führungskräften, ABl. EU Nr. L 88 v. 5.4.2016, S. 1; die Delegierte VO und die DurchführungsVO basieren auf dem Final Report-Technical Advice, ESMA/2015/224.

8 BaFin, FAQ zu Eigengeschäften nach Art. 19 MAR, Stand: 13.9.2017.

9 ESMA, Q&A on the MAR, ESMA 70-145-11, Stand: 1.9.2017.

10 BGBl. I 2016, 1514.

11 Dazu insbesondere *Knuts*, ECFR 2016, 495, 500 ff.; *Kumpan*, AG 2016, 446, 448 m.w.N.; *Maume/Kellner*, ZGR 2017, 273, 275 ff.

4. Förderung der **Marktintegrität** durch Abschreckung von Insiderhandel durch Führungspersonen¹ sowie konkret die Erleichterung der Überwachung durch die Aufsichtsbehörden².

Die Umsetzung der Regelungen zu Geschäften von Führungspersonen hat 2016 zu 2.879 Meldungen bei der BaFin geführt³.

II. Anwendungsbereich von Art. 19 MAR

1. Emittenten, Märkte und erfasste Finanzinstrumente (sachlicher Anwendungsbereich)

§ 15a WpHG a.F. galt nur für **Emittenten von börsenzugelassenen Aktien** (also AG, KGaA, SE) und nicht für Emittenten in einer anderen Rechtsform (z.B. GmbH), die börsennotierte Finanzinstrumente (z.B. Anleihen, Genussscheine etc.) emittiert hatt⁴. Aktiengesellschaften, deren Aktien nicht börsennotiert waren, die jedoch andere börsennotierte Finanzinstrumente emittiert hatten, wurden gleichfalls nicht erfasst⁵. Nach Art. 19 Abs. 4 MAR gelten die Meldepflichten nunmehr für **Emittenten**, die durch Art. 3 Abs. 1 Nr. 21 MAR bezeichnet werden als „eine juristische Person des privaten oder öffentlichen Rechts, die Finanzinstrumente emittiert oder deren Emission vorschlägt, wobei der Emittent im Falle von Hinterlegungsscheinen, die Finanzinstrumente repräsentieren, der Emittent des repräsentierten Finanzinstrumentes ist“. Statt „juristische Person“ verwendet die englische Fassung den Terminus „legal entity“, was Zweifel an der deutschen Übersetzung weckt, da bei einem Verständnis als „Rechtsperson“ auch deutsche OHGs oder KGs in Betracht kommen⁶. Jedenfalls werden nunmehr auch GmbHs von der Pflicht zur Meldung von Geschäften von Führungspersonen erfasst.

Die Emittenten müssen für ihre **Finanzinstrumente**⁷ die Zulassung zum Handel an einem **geregelten Markt** beantragt oder erhalten haben. Werden die Finanzinstrumente ausschließlich auf einem **MTF** oder **OTF** gehandelt, so muss dieser Handel aufgrund einer Zulassung erfolgen, die vom Emittenten initiiert oder beantragt worden sein muss. Dies ist ab 3.1.2018 auch der – bisher nicht erfasste – Freiverkehr an deutschen Börsen⁸. Abweichend von der Regelung des Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 3 MAR für die Ad-hoc-Publizität enthält die Definition in Art. 19 Abs. 4 MAR keine Beschränkung auf geregelte Märkte oder MTFs oder OTFs „in einem Mitgliedstaat“. Dies wird man jedoch auch in Art. 19 Abs. 4 MAR „hinzulesen“ müssen, da nicht ersichtlich ist, dass der EU-Gesetzgeber die Regelungen von Eigengeschäften von Führungskräften über die der Ad-hoc-Publizität territorial über die EU bzw. den EWR hinaus erstrecken wollte (also z.B.: nicht auf die Schweizer Märkte).

Von der Frage der Rechtsform des Emittenten und der Art des Marktes, auf dem seine Finanzinstrumente gehandelt werden zu unterscheiden ist die Frage, **welche** von dem Emittenten begebenen **Finanzinstrumente** in den sachlichen Anwendungsbereich von Art. 19 MAR fallen. Von Art. 19 Abs. 1 MAR erfasst werden Eigengeschäfte in „Anteilen oder Schuldtiteln des Emittenten oder damit verbundenen Derivaten oder anderen damit verbundenen Finanzinstrumenten“. Erfasst werden also nicht nur wie bisher Aktien des Emittenten, sondern **auch Schuldverschreibungen** oder vergleichbare „debt

1 Engelhart, AG 2009, 856, 857; Osterloh, Directors' Dealings, S. 65 ff., 73 ff.; Sethe in Assmann/Uwe H. Schneider, § 15a WpHG Rz. 10 ff.

2 Vgl. Erwägungsgrund (7) der Richtlinie 2004/72/EG; ebenso von Buttlar, BB 2003, 2133, 2134.

3 BaFin, Jahresbericht 2016, S. 183; Übersicht über Zahlen der vergangenen Jahre bei Sethe in Assmann/Uwe H. Schneider, § 15a WpHG Rz. 19.

4 So zutreffend Sethe in Assmann/Uwe H. Schneider, § 15a WpHG Rz. 29; Heinrich in KölnKomm. WpHG, § 15a WpHG Rz. 28; Pfüller in Habersack/Mülbert/Schlitt, Hdb. Kapitalmarktinformation, § 23 Rz. 9; a.A. Erkens, Der Konzern 2005, 29, 31.

5 Str.; wie hier BaFin, Emittentenleitfaden, sub V.1.1.1, S. 83.

6 Zu der entsprechenden Frage bei der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität vgl. oben Rz. 15.11 m.w.N.

7 Diese werden von Art. 3 Abs. 1 Nr. 1 MAR definiert durch Verweis auf Art. 4 Abs. 1 Nr. 15 MiFID II und damit zugleich auf Anhang I Abschn. C MiFID II.

8 Vgl. zu der Begründung die Regelung der Ad-hoc-Publizität oben Rz. 15.14 f. m.w.N.

instruments“ wie Genussscheine, Wandelanleihen, Umtauschanleihen, CoCo-Bonds, Geldmarktinstrumente, sowie auf alle vorgenannten Finanzinstrumente bezogenen Derivate und mit den genannten Finanzinstrumenten „verbundenen Finanzinstrumente“ wie z.B. von Drittemittenten¹ begebene Wandel- oder Optionsanleihen oder Optionsscheine auf Finanzinstrumente des Emittenten. Nach Auffassung der BaFin² unterfallen Phantom Stocks, Stock Appreciation Rights etc nicht der Meldepflicht und nach Auffassung der ESMA³ werden zum Bezug von Aktien berechtigte Vergütungspakete nicht erfasst (jedoch deren spätere Ausübung).

2. Normadressaten (persönlicher Anwendungsbereich)

- 16.6 Nach Art. 19 Abs. 1 MAR sind Adressat der Meldepflicht und des Handelsverbots **Personen**, „die **Führungsaufgaben** wahrnehmen sowie **in enger Beziehung zu ihnen stehende Personen**“. Eine Person, die Führungsaufgaben wahrnimmt, wird durch Art. 3 Abs. 1 Nr. 25 MAR und die zu einer solchen in enger Beziehung stehende Person durch Art. 3 Abs. 1 Nr. 26 MAR definiert. Führungsaufgaben nimmt wahr ein **Mitglied des Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgans des Emittenten** sowie eine „höhere Führungskraft“, die zwar keinem Organ angehört, jedoch regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen mit direktem oder indirektem Bezug zum Emittenten hat und befugt ist, unternehmerische Entscheidungen über zukünftige Entwicklungen und Geschäftsperspektiven des Emittenten zu treffen. Diese Formulierung übernimmt die Formulierung von Art. 1 Abs. 1 der Ausführungsrichtlinie zur Marktmissbrauchsrichtlinie⁴. Nach der Entstehungsgeschichte der Ausführungsrichtlinie und insbesondere den vorangehenden Anhörungen der Commission of European Securities Regulators (CESR) sollen nur „**Top Executives**“ erfasst werden, nicht jedoch sämtliche leitenden Angestellten eines Unternehmens⁵. Leitende Angestellte dürften kaum unternehmerische Entscheidungen über die zukünftige Entwicklung eines Emittenten treffen, auch wenn ihnen ein gewisser Einfluss hierauf nicht abzusprechen ist. Es wird die gesamte erste Führungsebene, häufig „**erweiterter Vorstand**“ oder „**Bereichsvorstand**“ genannt, in den Bereich der Meldepflicht einbezogen sein. Ein Zustimmungsvorbehalt des Vorstands soll nach Auffassung der BaFin genügen, um eine Qualifizierung als „Person mit Führungsaufgabe“ auszuschließen⁶. Soweit derartigen Personen jedoch faktisch und institutionalisiert Organqualität zukommt, gehören sie dem meldepflichtigen Personenkreis ebenso an wie Personen fehlerhaft bestellter Organe⁷, aber etwa auch ein Insolvenzverwalter⁸. Nach Art. 19 Abs. 5 Unterabs. 1 Satz 2 MAR hat der Emittent eine **Liste der Personen** aufzustellen, die bei ihm **Führungsaufgaben** wahrnehmen, **sowie** der zu diesen **in enger Beziehung stehenden Personen**. Die Liste ist ständig zu aktualisieren⁹.
- 16.7 Art. 19 MAR enthält wie § 15a WpHG a.F. **keine Konzernklausel**, so dass **nur die Führungskräfte des Emittenten**, nicht jedoch die eines Mutter- oder Tochterunternehmens des Emittenten zu den

1 So auch (zu § 15a WpHG a.F.): Uwe H. Schneider, BB 2002, 1817, 1818; Bericht Finanzausschuss, BT-Drucks. 14/8601, S. 18.

2 FAQ zu Eigengeschäften von Führungskräften, Stand 13.9.2017, Frage II.12.

3 Q&A on MAR, Stand: 1.9.2017, Frage 7.5.

4 Richtlinie 2004/72/EG der Kommission vom 29. April 2004, ABl. EU Nr. L 162 v. 30.4.2004, S. 70.

5 Stüber, DStR 2016, 1221, 1222; Heinrich in KölnKomm. WpHG, § 15a WpHG Rz. 41; Erkens, Der Konzern 2005, 29, 32; Sethe in Assmann/Uwe H. Schneider, § 15a WpHG Rz. 39a; a.A. Kuthe, ZIP 2004, 883, 886.

6 BaFin, Emittentenleitfaden, sub V.1.2.1, S. 85; zustimmend Zimmer/Osterloh in Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 60; Sethe in Assmann/Uwe H. Schneider, § 15a WpHG Rz. 39a; vgl. auch Kumpan, AG 2016, 446, 449.

7 Sethe in Assmann/Uwe H. Schneider, § 15a WpHG Rz. 39a, 40; Zimmer/Osterloh in Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 58, 66.

8 Sethe in Assmann/Uwe H. Schneider, § 15a WpHG Rz. 42; Pfüller in Fuchs, § 15a WpHG Rz. 81; Zimmer/Osterloh in Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 64.

9 Stüber, DStR 2016, 1221, 1225; Kiesewetter/Parmentier, BB 2013, 2371, 2377.

Normadressaten gehören¹. Entsprechendes gilt für Aktionäre einschließlich eines Großaktionärs oder für sonstige unternehmensexterne Berater², solange diese keine Organfunktion (z.B. als Mitglied des Aufsichtsrates) ausüben. Die Mitteilungspflicht besteht nur für die Dauer der Inhabung einer Führungsposition bei dem Emittenten³. Entscheidend ist hierbei die Ausübung des Amtes unabhängig von der Wirksamkeit der Bestellung⁴. Die rechtspolitisch geforderte nachwirkende Mitteilungspflicht für einen Zeitraum nach einem Ausscheiden bei dem Emittenten⁵ ist nicht in die MAR übernommen worden.

Nach Art. 9 Abs. 5 Unterabs. 1 MAR hat der **Emittent die Person mit Führungsaufgaben** von ihren Verpflichtungen nach Art. 19 MAR **schriftlich⁶ in Kenntnis zu setzen**. Anders als bei der entsprechenden Informationspflicht der Person mit Führungsaufgaben gegenüber den Personen, die in enger Beziehung mit ihr stehen (dazu Rz. 16.9 a.E.), statuiert Art. 19 Abs. 5 Unterabs. 1 MAR keine ausdrückliche Aufbewahrungspflicht für diese Information, so dass insoweit lediglich die allgemeinen handels- und gesellschaftsrechtlichen Aufbewahrungspflichten gelten. Es ist jedoch ratsam, dass der Emittent sich den Erhalt der Information durch die Person mit Führungsaufgaben quittieren lässt und diese Quittung verwahrt.

Außer den Personen mit Führungsaufgaben obliegt eine Pflicht zur Veröffentlichung von Eigen- geschäften nach Art. 19 Abs. 1 MAR auch natürlichen Personen, „die mit einer solchen Person in **einer engen Beziehung** stehen“⁷. Als solche werden durch Art. 3 Abs. 1 Nr. 26 MAR⁸ definiert **„Ehepartner, eingetragene Lebenspartner, unterhaltsberechtignte Kinder und andere Verwandte, die zum Zeitpunkt des Abschlusses des meldepflichtigen Geschäftes seit mindestens einem Jahr im selben Haushalt leben“**⁹. Dies entspricht der Regelung des § 15a Abs. 3 Satz 1 WpHG a.F. Mangels Verwandtschaft werden nichteheliche Lebenspartner jedoch nicht erfasst⁹. Ehegatten bzw. eingetragene Lebenspartner müssen jedoch nicht in einem gemeinsamen Haushalt leben¹⁰, so dass auch getrennt lebende Ehegatten meldepflichtig sind. Den nahestehenden Personen obliegt eine eigenständige Mitteilungspflicht, die nicht die Personen mit Führungsaufgaben trifft¹¹. Schon bisher musste man die Person mit Führungsaufgaben nach § 1353 BGB bzw. § 2 LPartG für verpflichtet ansehen, den Ehe- bzw. Lebenspartner auf diese Pflicht hinzuweisen¹². Dies regelt nunmehr Art. 19 Abs. 5

1 BaFin, FAQ zu Eigengeschäften von Führungskräften, Stand: 13.9.2017, Fragen II.2. und 5.; *Götze/Carl*, Der Konzern 2016, 529, 539 f.; *Hitzer/Wasmann*, DB 2016, 1483; vgl. zu § 15a WpHG a.F. *von Buttlar*, BB 2003, 2133, 2136; krit. *Uwe H. Schneider*, AG 2002, 473, 477 (der jedoch klarstellt, dass die Regelung von § 15a WpHG a.F. nicht analogiefähig ist) – zust. *Sethe* in Assmann/Uwe H. Schneider, § 15a WpHG Rz. 37; BaFin, sub Emittentenleitfaden, V.1.2.1, S. 85.

2 *Pfüller* in Fuchs, § 15a WpHG Rz. 80; *Sethe* in Assmann/Uwe H. Schneider, § 15a WpHG Rz. 37.

3 *Heinrich* in KölnKomm. WpHG, § 15a WpHG Rz. 38.

4 Unstr., vgl. nur *Sethe* in Assmann/Uwe H. Schneider, § 15a WpHG Rz. 32; *Zimmer/Osterloh* in Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 58.

5 Vgl. dazu *Fleischer*, ZIP 2002, 1217, 1226; *von Buttlar*, BB 2003, 2133, 2136; *Schuster*, ZHR 167 (2003), 193, 206.

6 Str. ist, ob insoweit „Textform“, also auch ein Email, genügen soll – so *Hitzer/Wasmann*, DB 2016, 1483, 1486 m.w.N.; *Stüber*, DStR 2016, 2221, 2224; a.A. (schriftlich i.S.v. § 126 BGB) *Maume/Kellner*, ZGR 2017, 273, 288.

7 Zu den rechtspolitischen Gründen hierfür vgl. *Knuts*, ECFR 2016, 495, 506 f. m.w.N.

8 Art. 19 Abs. 1 spricht von „in enger Beziehung stehend“, Art. 3 Abs. 1 Nr. 26 MAR von „eng verbunden“; in der Englischen Fassung heißt es in beiden Normen „person closely associated“, weshalb es sich bei den unterschiedlichen Fassungen um einen Übersetzungsfehler handelt – ebenso *Maume/Kellner*, ZGR 2017, 273, 286 f.

9 Unstr., vgl. *Sethe* in Assmann/Uwe H. Schneider, § 15a WpHG Rz. 48.

10 BaFin, Emittentenleitfaden, sub V.1.2.2, S. 85.

11 *Sethe* in Assmann/Uwe H. Schneider, § 15a WpHG Rz. 51; *Zimmer/Osterloh* in Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 68; *Uwe H. Schneider*, AG 2002, 473, 476; *Fleischer*, ZIP 2002, 1217, 1226.

12 *Sethe* in Assmann/Uwe H. Schneider, § 15a WpHG Rz. 52; *Pfüller* in Fuchs, § 15a WpHG Rz. 111.

Unterabs. 2 MAR ausdrücklich dahingehend, dass die Person mit Führungsaufgaben die in enger Beziehung mit ihr stehende Person schriftlich von deren Verpflichtungen in Kenntnis zu setzen und eine Kopie dieses Dokuments aufzubewahren hat.

- 16.10 Der Kreis der nahestehenden Personen mit eigener Meldepflicht wird durch Art. 3 Abs. 1 Nr. 26 lit. d MAR erweitert um eine Reihe von **juristischen Personen, Personengesellschaften und Trusts**¹. Voraussetzung ist, dass die Person mit Führungsaufgaben oder eine in enger Beziehung zu ihr stehende Person in den Gesellschaften oder dem Trust **Führungsaufgaben wahrnimmt** oder die Gesellschaft oder den Trust direkt oder indirekt **kontrolliert** oder die Gesellschaft oder der Trust **zugunsten einer solchen Person gegründet wurde** oder die **wirtschaftlichen Interessen** der Gesellschaft oder des Trust denen einer solchen Person **weitgehend entsprechen**. Geklärt wird durch die Definition zudem die bisher streitige Frage, ob die juristische Person, die Gesellschaft oder den Trust eine eigene Meldepflicht trifft. Dies ist von dem klaren Wortlaut eindeutig so vorgesehen. Hierbei handelt es sich z.B. um eine Vermögensverwaltungs-GmbH eines Vorstandes des Emittenten, bei der der Vorstand selbst oder z.B. seine Ehefrau Geschäftsführer ist (und sie dementsprechend bei der GmbH Führungsaufgaben wahrnehmen). Soweit also eine Person mit Führungsaufgaben die Verwaltung eigenen Vermögens über eine – häufig auch aus steuerlichen Erwägungen gegründete – Vermögensverwaltungsgesellschaft vornimmt, sind deren Transaktionen in Finanzinstrumenten des Emittenten meldepflichtig. Der Kreis der Personen, die als der Person mit Führungsaufgaben nahestehend erfasst werden, entspricht den bisherigen Vorgaben von Art. 1 Nr. 2 der (Durchführungs-)Richtlinie der Kommission² zur Marktmissbrauchsrichtlinie.
- 16.11 Mit „**juristischer Person**“ meint Art. 3 Abs. 1 Nr. 26 MAR ebenso wie früher § 15a Abs. 3 Sätze 2 und 3 WpHG a.F. grundsätzlich eine andere juristische Person als den Emittenten, denn andernfalls würde der Emittent durch die Tätigkeit des Vorstandes bei ihm meldepflichtig für Geschäfte in eigenen Wertpapieren. Dies ist weder von der MAR noch früher von der (Durchführungs-)Richtlinie zur Marktmissbrauchsrichtlinie beabsichtigt, so dass insoweit eine teleologische Reduktion vorzunehmen ist³. Die BaFin war schon zu § 15a WpHG a.F. und ist auch derzeit der Auffassung, dass auch Geschäfte **gemeinnütziger Gesellschaften und Einrichtungen** nicht meldepflichtig sind, da „die Führungspersonen“ aufgrund der Gemeinnützigkeit der Gesellschaft oder Einrichtung keinen nennenswerten wirtschaftlichen Vorteil aus der Gesellschaft oder Einrichtung erzielen können⁴. Dies erscheint aus verschiedenen Gründen **unzutreffend**. Zweck von § 15a WpHG a.F. war und von Art. 19 MAR ist (siehe Rz. 16.2) nicht die Verhinderung der Erzielung wirtschaftlicher Vorteile durch den Vorstand, sondern u.a. die Indikatorwirkung und die informationelle Chancengleichheit. Beide Zwecke werden durch die gemeinnützige Einrichtung (insbesondere Stiftung), für die der Vorstand im Rahmen eines Doppelmandates handelt, gleichermaßen verletzt, als handelte der Vorstand im Eigeninteresse. Zudem ist es unzutreffend, dass der Vorstand keinen „nennenswerten wirtschaftlichen Vorteil“ durch die Geschäfte der gemeinnützigen Einrichtung erzielen kann, da auch eine gemeinnützige Stiftung ohne Gefährdung des Gemeinnützigkeitsstatus bis zu einem Drittel der Erträge an den Vorstand oder seine Familie ausschütten kann. Bei den Geschäften der sonstigen Gesellschaften

1 Im Englischen: „Legal Person, Trust or Partnership“ – die deutsche Übersetzung als „juristische Person, Treuhand oder Personengesellschaft“ ist unglücklich.

2 Richtlinie 2004/72/EG vom 29. April 2004.

3 BaFin, FAQ zu Eigengeschäften von Führungskräften, Stand: 13.9.2017, Frage II.7.; *Kumpan*, AG 2016, 446, 450 (unter Verweis darauf, dass ein Aktienrückkauf durch den Emittenten bereits aufgrund von Art. 5 Abs. 1 lit. b MAR der Öffentlichkeit mitzuteilen ist); *Maume/Kellner*, ZGR 2017, 273, 287; wohl auch *Strüber*, DStR 2016, 1221, 1226; *Sethe* in Assmann/Uwe H. Schneider, § 15a WpHG Rz. 53 f.; *Heinrich* in KölnKomm. WpHG, § 15a WpHG Rz. 47; BaFin, Emittentenleitfaden, sub V.1.2.5, S. 87; *Howe-Knobloch*, Directors' Dealings, S. 76 f.; *Pfüller* in Habersack/Mülbart/Schlitt, Hdb. Kapitalmarktinformation, § 23 Rz. 29.

4 BaFin, FAQ zu Eigengeschäften von Führungskräften, Stand: 13.9.2017, Frage II.8.; BaFin, Emittentenleitfaden, sub V.1.2.5, S. 87; wohl zust. *Heinrich* in KölnKomm. WpHG, § 15a WpHG Rz. 50; zu dem Erfordernis eines wirtschaftlichen Vorteils vgl. *Knuts*, ECFR 2016, 495, 412 ff.

soll nach Auffassung der **BaFin** ein „wirtschaftliches Profitieren“ der Führungsperson oder der ihr nahestehenden Personen vorliegen, wenn dieser Personenkreis zu mindestens 50 % beteiligt ist, 50 % der Stimmrechte hält oder ihm mindestens 50 % der Gewinne zugerechnet werden¹. Dementsprechend sollen bloße **Doppelmandate** einer Führungsperson nicht zu einer Meldepflicht der zweiten Gesellschaft führen².

Unklar ist, wann eine „**Kontrolle**“ i.S.d. Art. 3 Abs. 1 Nr. 26 lit. c MAR vorliegt. Die BaFin geht davon aus, dass mindestens 50 % der Gesellschaftsanteile oder der Stimmrechte der Führungsperson oder einer dieser nahestehenden Person zustehen oder ein Beherrschungsvertrag geschlossen wurde³ und wendet damit § 1 Abs. 35 KWG i.V.m. Art. 4 Abs. 1 Nr. 37 CRR i.V.m. § 290 HGB analog an⁴. Eine „Gründung zugunsten der Führungsperson oder einer ihr nahestehenden Person“ soll dann gegeben sein, wenn die wirtschaftlichen Vorteile aus der juristischen Person, Gesellschaft oder Trust diesen zu mehr als 50 % zukommen. Gleiches soll für eine „weitgehende“ Entsprechung der wirtschaftlichen Interessen gelten⁵. Sonderfragen stellen sich bei der disquotalen Ausgestaltung von Gesellschaftsverhältnissen, sog. reziproke Familienpools, wenn diese an börsennotierten Gesellschaften beteiligt sind⁶.

16.12

III. Melde- und Veröffentlichungspflichten

1. Erfasste Transaktionen

a) Eigengeschäfte

Meldepflichtig nach Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 1 lit. a MAR sind „**Eigengeschäfte**“ der meldepflichtigen Personen. Hierzu zählt unstreitig ein Kauf oder Verkauf der Finanzinstrumente. Art. 19 Abs. 7 Unterabs. 1 lit. a MAR erweitert den Umfang der meldepflichtigen Geschäfte um das **Verpfänden** oder **Verleihen** der Finanzinstrumente. Da unter dem Begriff der „**Wertpapierleihe**“ nach deutschem Recht die Gewährung eines **Sachdarlehens i.S.v. § 607 BGB** zu verstehen ist, dürfte der Gesetzgeber nicht nur einer Verpfändung i.S.v. § 1204 BGB, sondern entsprechend dem Sprachgebrauch der Wertpapiermärkte ein Sachdarlehen gemeint haben⁷. Art. 10 der Delegierten VO (EU) 2016/522 zur Ergänzung der VO (EU) Nr. 596/2014 im Hinblick auf ... die Arten meldepflichtiger Eigengeschäfte⁸ bringt insoweit keine Klarheit, da sie auch nur von „Leihgeschäften“ spricht. Art. 19 Abs. 7 Unterabs. 2 MAR nimmt von einer Verpfändung ausdrücklich aus eine „Verpfändung oder andere Sicherung, die dazu dient, eine spezifische Kreditfazilität zu sichern“⁹. Eine **nicht abschließende Aufzählung** der meldepflichtigen Geschäfte enthält Art. 10 Abs. 2 Delegierte VO (EU) 2016/522¹⁰. Dessen lit. k erfasst auch „**getätigte**

16.13

1 BaFin, Emittentenleitfaden, sub V.1.2.6, S. 87 f.; *Kumpan*, AG 2016, 446, 451.

2 Vgl. BaFin, FAQ zu Eigengeschäften von Führungskräften, Stand: 13.9.2017, Frage II.10.

3 BaFin, Emittentenleitfaden, sub V.1.2.6., S. 87 f.; ebenso *Erkens*, Der Konzern 2005, 29, 34; *Sethe* in Assmann/Uwe H. Schneider, § 15a WpHG Rz. 58 f.; *Heinrich* in KölnKomm. WpHG, § 15a WpHG Rz. 48 f.

4 Ebenso *Zimmer/Osterloh* in Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 80 f.; *Pfüller* in Fuchs, § 15a WpHG Rz. 101; a.A. *Sethe* in Assmann/Uwe H. Schneider, § 15a WpHG Rz. 58, der §§ 22 WpHG, 29 WpÜG anwenden will.

5 BaFin, Emittentenleitfaden, sub V.1.2.6., S. 87 f.

6 Vgl. dazu *Mutter*, DStR 2007, 2013 ff.; *Kocher*, BB 2012, 721, 722.

7 Allerdings darf nicht verkannt werden, dass diese Auslegung einen erweiterten Anwendungsbereich des Ordnungswidrigkeitenrechts mit sich bringt; vgl. auch *Kumpan*, AG 2016, 446, 452.

8 ABl. EU Nr. L 88 v. 5.4.2016, S. 1.

9 Hierbei fällt auf, dass ausgenommen wird eine „andere Sicherung“, also z.B. eine Sicherungsübereignung, ohne dass diese vorher in den Begriff des Eigengeschäftes einbezogen wurde.

10 Dazu *Ritz*, RdF 2015, 268, 269 ff.; *Stüber*, DStR 2016, 1221, 1223.

oder erhaltene Zuwendungen und Spenden sowie entgegengenommene¹ Erbschaften“. Dies ist nicht überzeugend. Die europäische Kommission interpretierte Art. 6 Abs. 4 Marktmissbrauchsrichtlinie, der von „Eigengeschäften“ sprach, dahingehend, dass nach der Ratio erfasst wurden Geschäfte, die für den Markt, die anderen Anleger und die Aufsichtsbehörden einen Informationswert besitzen. Dies ist nur dann anzunehmen, wenn die Initiative zu dem Geschäft von der Führungskraft ausgeht und diese damit ein entgeltliches zielgerichtetes Rechtsgeschäft verfolgt, bei dem der Anschein des Insiderwissens immanent ist. Unentgeltliche Rechtsgeschäfte (**Schenkung**) und sonstige Rechtsgeschäfte, denen nicht automatisch ein Rechtsschein von Insidergeschäften von Führungsgeschäften innewohnt (z.B. **Erbschaften**), sollten daher **keine „Eigengeschäfte“** i.S.v. Art. 19 Abs. 1 MAR darstellen² und die Delegierte VO (EU) 2016/522 insoweit geändert werden. Die Gegenansicht stellt darauf ab, dass der Zweck von Art. 19 MAR, Umgehungen zu verhindern, eine Erfassung auch von Schenkungen erfordere³. Meldepflichtig sind nach Art. 10 Abs. 2 lit. a VO (EU) 2016/522 auch **Zeichnungen von Finanzinstrumenten**, deren Austausch sowie **Leerverkäufe**. Grundsätzlich unterfallen dem Eigengeschäft auch die Annahme von Finanzinstrumenten (insbesondere Aktien) des Emittenten, wenn eine Führungsperson – regelmäßig über ein Erwerbsvehikel – ein Übernahmeangebot für den Emittenten abgibt und die Aktien angedient werden⁴.

- 16.14 Zu den **nicht meldepflichtigen**, weil nicht Eigengeschäfte der Führungsperson darstellenden Geschäften sollten **früher** auch diejenigen zählen, die durch § 15a Abs. 1 Satz 3 WpHG a.F. als „**Erwerbe auf arbeitsvertraglicher Grundlage** oder als Vergütungsbestandteil“ ausdrücklich von der Veröffentlichungspflicht ausgenommen waren. Auch bei diesen typischerweise im Rahmen eines **Stock Option Programms** oder als **Belegschaftsaktien** ausgegebene Aktien fehlt es an einer Initiative der Führungskraft, so dass diese Transaktionen keinen Indikatorwert für den Markt darstellen⁵. Die BaFin und die wohl h.L. nahmen daher eine **teleologische Reduktion** von § 15a WpHG a.F. vor und sahen in derartigen Geschäften keine „eigenen Geschäfte“. Etwas anderes galt jedoch für die Ausübung von der Führungskraft gewährten Optionen oder die Veräußerung der Wertpapiere, die aufgrund der Option bezogen wurden⁶. Nach Art. 10 Abs. 2 lit. b VO (EU) 2016/522 stellt nunmehr jedoch bereits die **Annahme** einer Option durch die Führungsperson (nicht jedoch schon deren noch vom Eintritt von Bedingungen abhängigen Vereinbarung in einem Vergütungspaket) ein **meldepflichtiges Eigen-**

1 Der englische Text formuliert „inheritance received“. Damit dürfte nur eine angenommene Erbschaft gemeint sein, d.h. wenn entweder ausdrücklich eine Annahme erklärt wurde oder die Ausschlagungsfrist des § 1944 BGB von sechs Wochen abgelaufen ist.

2 Ebenso von *Buttlar*, BB 2003, 2133, 2137; *Uwe H. Schneider*, BB 2002, 1817, 1818 f.; *Erkens*, Der Konzern 2005, 29, 35; *Pluskat*, BKR 2004, 467, 471; *Pluskat*, DB 2005, 1097, 1099; *Fleischer*, ZIP 2002, 1217, 1226; BaFin, Emittentenleitfaden, sub V.2.2, S. 89; wohl auch *Ritz*, RdF 2015, 268, 271 mit Hinweis auf gleichfalls ablehnende Haltung der SMSG in Fn. 35; *a.A. Zimmer/Osterloh* in Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 47; *Sethe* in Assmann/Uwe H. Schneider, § 15a WpHG Rz. 78; differenzierend *Pfüller* in Fuchs, § 15a WpHG Rz. 126 f. (nur Aktivschenken der Führungsperson).

3 *Sethe* in Assmann/Uwe H. Schneider, § 15a WpHG Rz. 78; *Heinrich* in KölnKomm. WpHG, § 15a WpHG Rz. 56.

4 Vgl. dazu insbesondere *Kraack*, AG 2016, 57, 66 ff. (auch zu der Frage der Berücksichtigung von Bedingungen im Übernahmeangebot).

5 BaFin, Emittentenleitfaden, sub V.2.2, S. 89; *Engelhart*, AG 2009, 856, 860; *Heinrich* in KölnKomm. WpHG, § 15a WpHG Rz. 62; *Klawitter/Schlitt* in Habersack/Mülbart/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 32 Rz. 155; *Koch*, DB 2005, 267, 273; *Pfüller* in Fuchs, § 15a WpHG Rz. 130; *Sethe* in Assmann/Uwe H. Schneider, § 15a WpHG Rz. 83; *von Buttlar*, BB 2003, 2133, 2137; *Widder*, WM 2010, 1882, 1885; *a.A. Zimmer/Osterloh* in Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 46; *Bürgers*, BKR 2004, 424, 428; *Diekmann/Sustmann*, NZG 2004, 929, 936; *Kuthe*, ZIP 2004, 883, 887; *Pluskat*, BKR 2004, 467, 471.

6 Vgl. dazu *Sethe* in Assmann/Uwe H. Schneider, § 15a WpHG Rz. 83; *Zimmer/Osterloh* in Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 46; *von Buttlar*, BB 2003, 2133, 2137; BaFin, Emittentenleitfaden, sub V.2.2, S. 89; *a.A.* (für Meldepflicht bereits der Optionsgewährung) *Erkens*, Der Konzern 2005, 29, 35; *Bürgers*, BKR 2004, 424, 428; *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 173 ff., 180.

geschäft dar, auch wenn die Führungsperson keinen Handlungsspielraum bei der Zuteilung hat¹. Un- erheblich ist, ob die Optionen schuldrechtlich gewährt werden und auf Lieferung von Aktien gerichtet sind oder ob nur ein Zahlungsausgleich vorgesehen ist (sog. virtuelle Optionen)², Art. 10 Abs. 2 lit. d und e VO (EU) 2016/522. **Aktiendividenden** sind nicht meldepflichtig, solange kein Wahlrecht zwischen Barauszahlung und Erhalt der Aktien besteht, ebenso wenig wie die **Gewährung von Bezugs- rechten**. Anders als früher fällt nunmehr nach Art. 10 Abs. 2 lit. j VO (EU) 2016/522 der nicht verhan- delbare **Tausch von Aktien im Rahmen einer Fusion** unter die meldepflichtigen Geschäfte, obwohl sie nicht auf einer eigenen Entscheidung des Meldepflichtigen beruhen³, ebenso wie – wie bisher – die (er- folgreiche) **Zeichnung von Finanzinstrumenten** ein eigenes Geschäft begründet⁴.

Geschäfte, die ein **Vermögensverwalter** für eine Person mit Führungsaufgaben durchführt, begründen ebenfalls Eigengeschäfte nach Art. 19 Abs. 7 Unterabs. 1 lit. b MAR⁵. Die **BaFin**⁶ sah und sieht auch diese als **mitteilungspflichtig** an, wenn der Vermögensverwalter im Rahmen einer – in Deutschland üblichen – Vollmachtsverwaltung tätig wird. Diese nunmehr durch Art. 19 MAR festgeschriebene Rechtslage lässt sich nur damit erklären, dass Umgehungsmöglichkeiten für die Mitteilungspflicht ausgeschlossen werden sollen, denn die Entscheidung des Vermögensverwalters hat **keinerlei Signal- oder Indizwirkung** für den Kapitalmarkt. Vielmehr ist es geradezu irreführend, die Entscheidungen des Vermögensverwalters als Entscheidungen des potentiellen Insiders zu veröffentlichen. Lediglich dann, wenn der Vermögensinhaber gegenüber dem Vermögensverwalter von seinem Weisungsrecht Gebrauch macht⁷, hätte die Transaktion einen Informationswert für den Kapitalmarkt (und ist dann auch als „Eigengeschäft“ meldepflichtig). Da jedoch derartige Weisungen oder Änderungen der Anla- gerichtlinien durch den Vermögensinhaber für den Kapitalmarkt und die Aufsichtsbehörden praktisch nur schwer nachprüfbar wären, sollen aufgrund der **Missbrauchsfahr** auch Transaktionen von Ver- mögensverwaltern meldepflichtig sein⁸. Aufgrund der grundsätzlichen Meldepflicht von Transaktio- nen des Vermögensverwalters sollte der Vermögensverwaltungsvertrag eine diesbezügliche Regelung enthalten⁹. – Im Sinne einer Rückausnahme gilt gemäß dem nachträglich in Art. 19 Abs. 7 MAR ein- gefügten Unterabs. 2¹⁰ eine Meldepflicht für Transaktionen eines Vermögensverwalters jedoch nicht, wenn es sich nicht um eine Vermögensverwaltung, sondern um einen „Organismus für gemeinsame Anlagen“, insbesondere also offene Investmentfonds, handelt (vgl. auch Rz. 16.18). Auch **konzern- interne Geschäfte** sollen grundsätzlich **nicht meldepflichtig** sein, auch wenn ein sachliches Bedürfnis nach einer Mitteilung besteht¹¹. – Ergänzt wird die Erweiterung der Meldepflicht auf Geschäfte eines Vermögensverwalters um **Geschäfte im Rahmen von Lebensversicherungen** durch Art. 19 Abs. 7 lit. c iii MAR, um Umgehungsgeschäfte mit „Versicherungsmänteln“ zu vermeiden¹².

16.15

- 1 BaFin, FAQ zu Eigengeschäften von Führungskräften, Stand: 11.1.2017, Frage II.11.; ESMA, Q&A on MAR (ESMA 70-45-11), Frage 7.5.; *Hitzer/Wasmann*, DB 2016, 1483, 1485.
- 2 Vgl. *Sethe* in Assmann/Uwe H. Schneider, § 15a WpHG Rz. 84; zu bedingten Aktienzuteilungen vgl. ESMA, Q&A on MAR, Stand: 1.9.2017, Frage 7.5.
- 3 Zur früheren gegenteiligen Regelung vgl. nur BaFin, Emittentenleitfaden, sub V.3.7.2, V.3.7.4 und V.3.7.8, S. 101, 103; *Sethe* in Assmann/Uwe H. Schneider, § 15a WpHG Rz. 85 m.w.N.
- 4 BaFin, Emittentenleitfaden, sub V.3.7.6, S. 102.
- 5 Vgl. *Kumpan*, AG 2016, 446, 452 f.
- 6 Rundschreiben 17/2002 v. 5.9.2002 (inzwischen aufgehoben); heute Emittentenleitfaden, sub V.3.7.10, S. 103.
- 7 Vgl. dazu *Schäfer* in Schäfer/Sethe/Lang, Hdb. Vermögensverwaltung, 2. Aufl. 2016, § 9 Rz. 11 ff.
- 8 So insbesondere *Sethe* in Assmann/Uwe H. Schneider, § 15a WpHG Rz. 87 ff.; zust. *Zimmer/Osterloh* in Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 85 f.
- 9 Vgl. *Helm*, ZIP 2016, 2201, 2205 f.
- 10 Einfügung durch Art. 56 Abs. 1 lit. a VO (EU) 2016/1011, ABL. EU Nr. L 171 v. 29.6.2016, S. 1.
- 11 *Erkens*, Der Konzern 2005, 29, 32; *Holzborn/Israel*, WM 2004, 1948, 1953; *Pluskat*, BKR 2004, 467, 470; *Mutter*, DStR 2007, 2013, 2014; *Sethe* in Assmann/Uwe H. Schneider, § 15a WpHG Rz. 95; einschrän- kend *Bode*, AG 2008, 648, 650; widersprüchlich *Zimmer/Osterloh* in Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 41, 88 f.
- 12 Vgl. *Kumpan*, AG 2016, 446, 453; *Stüber*, DStR 2016, 1221, 1223.

b) Ausnahmen von den Meldepflichten

- 16.16 Nach Art. 19 Abs. 8 MAR gilt die Meldepflicht für Eigengeschäfte nur, wenn diese innerhalb eines Kalenderjahres die **Grenze von 5.000 Euro** erreichen oder überschreiten. Da sich die Grenze durch **Addition aller Geschäfte ohne Netting** errechnet, ist diese Bagatellklausel derart gering gehalten, dass sie kaum geeignet ist, den Kapitalmarkt von Veröffentlichungen ohne Aussagewert für die Marktteilnehmer freizuhalten. Allerdings sind den Eigengeschäften der Führungsperson nicht die Geschäfte der nahestehenden Person hinzuzurechnen, da anderenfalls dies in Art. 19 Abs. 7 MAR hätte aufgeführt werden müssen¹.
- 16.17 Offen ist, worauf bei der **Berechnung** der „Gesamtsumme der Geschäfte“ nach der Formulierung der MAR abzustellen ist im Falle des Erwerbs bzw. der Veräußerung von **Derivaten**. Insbesondere bei dem Erwerb von Optionen kann auf den Optionspreis abgestellt werden, oder den leicht das Dreißig- bis Fünfzigfache ausmachenden Ausübungspreis. Nach Sinn und Zweck der Meldepflicht sollte es nicht auf die Höhe des von der Person mit Führungsverantwortung eingesetzten Kapitals sondern des mit diesem Einsatz ausmachenden Aktiengegenwertes ankommen, da dieser das wahre wirtschaftliche Interesse angibt und der Signalwirkung am ehesten gerecht wird. Dementsprechend sollte schon bei dem Erwerb bzw. der Veräußerung von Optionen auf den Optionsausübungspreis und nicht auf den Optionspreis abzustellen sein². Die ESMA³ hat jedoch in ihren Q&A ausgeführt, dass bei Optionen, die der Emittent der Führungsperson unentgeltlich gewährt, für die Berechnung des Grenzwertes von 5.000 Euro gemäß der DurchführungsVO (EU) 2016/523⁴ anzusetzende Preis entsprechend dem wirtschaftlichen Wert der Option nach einem anerkannten Optionspreismodell zu bestimmen ist, jedoch als Angabe im Preisfeld „Null“ einzutragen ist. Wird die Bagatellgrenze nicht schon durch die erste Transaktion überschritten, sind mit der die Grenze überschreitenden Transaktionen nicht die vorangehenden Transaktionen zu melden⁵, Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 2 MAR. Geschäfte der Führungsperson sind **nicht mit denen von nahestehenden Personen zusammen zu rechnen**⁶.
- 16.18 Eine **weitere Ausnahme** enthält Art. 19 Abs. 1a MAR⁷ für Anteile an „**Organismen für gemeinsame Anlagen**“⁸, die gegenüber den Anteilen oder Schuldtiteln des Emittenten 20 %⁹ der von dem Organismus gehaltenen Anlagen nicht übersteigt und bei denen die Führungsperson keine Einflussmöglichkeit auf Anlageentscheidungen hat¹⁰. Entsprechendes gilt für Finanzinstrumente, die eine Risikoposition gegenüber einem Portfolio von Vermögenswerten darstellen. Damit sind insbesondere offene Investmentfonds und vergleichbare Zertifikate gemeint.

1 BaFin, FAQ zu Eigengeschäften von Führungskräften, Stand: 13.9.2017, Frage III.1.; ebenso *Kumpan*, AG 2016, 446, 455; ESMA, Q&A on MAR (70-145-11), Stand: 30.5.2017, Frage 7.3.; *Kumpan*, AG 2016, 446, 455; offen: *Stüber*, DStR 2016, 1221, 1222 m. Fn. 19; a.A. *Maume/Kellner*, ZGR 2017, 273, 289.

2 Unklar BaFin, Emittentenleitfaden, sub V.2.3, S. 89; wie hier *Kumpan*, AG 2016, 446, 455; *Maume/Kellner*, ZGR 2017, 273, 288 f.; *Sethe* in Assmann/Uwe H. Schneider, § 15a WpHG Rz. 93; a.A. *Zimmer/Osterloh* in Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 44.

3 ESMA, Q&A on MAR, (70-145-11), Stand: 1.9.2017, Frage 7.6.; anders noch Final Report, ESMA/2015/224, Rz. 111 – dazu *Ritz*, RdF 2015, 268, 270.

4 ABL EU Nr. L 88 v. 5.4.2016, S. 19.

5 BaFin, FAQ zu Eigengeschäften von Führungskräften, Stand: 13.9.2017, Frage III.2.

6 BaFin, FAQ zu Eigengeschäften von Führungskräften, Stand: 13.9.2017, Frage III.1.; ESMA, Q&A on MAR, (70-145-11), Stand: 1.9.2017, Frage 7.3.

7 Eingefügt durch Art. 56 Abs. 1 lit. a VO (EU) 2016/1011, ABL EU Nr. L 171 v. 29.6.2016, S. 1.

8 Der Terminus „collective investment undertaking“ wird von der deutschen Fassung fälschlich mit „Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren“ übersetzt; erfasst werden daher sowohl OGAW als auch AIF, so auch *Helm*, ZIP 2016, 2201, 2206; *Kumpan*, AG 2016, R219.

9 Zur Ermittlung der 20 %-Grenze bei zeitverzögerter Offenlegung vgl. *Helm*, ZIP 2016, 2201, 2206 f.

10 Vgl. dazu *Ritz*, RdF 2015, 268, 271 m.w.N.

2. Mitteilung und Veröffentlichung

Nach Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 1 MAR hat die meldepflichtige Person die Transaktion dem **Emittenten** und der **Bundesanstalt** innerhalb von **drei Werktagen** nach dem Datum des Zustandekommens des schuldrechtlichen Verpflichtungsgeschäfts¹ mitzuteilen. Für die Berechnung der Frist von drei Werktagen finden die §§ 186 ff. BGB Anwendung. Das Format der Meldung wird durch Art. 2 DurchführungsVO (EU) 2016/523² i.V.m. ihrem Anhang vorgegeben. Gleichzeitig sieht diese Norm vor, dass die Meldung mit „elektronischen Hilfsmitteln“ erfolgt, die die BaFin im Einzelnen auf ihrer Website bekannt gibt. 16.19

Zu unterrichten sind sowohl der Emittent wie auch die BaFin. Unterrichtet der Meldepflichtige den Emittenten nicht, erfährt der Emittent jedoch anderweitig von der Transaktion, hat er weder eigene Nachforschungen anzustellen noch eine Veröffentlichung vorzunehmen³. Der **Emittent** wird durch Art. 19 Abs. 3 MAR **verpflichtet**, das Geschäft unverzüglich⁴ und **spätestens innerhalb von drei Werktagen**⁵ nach dem Abschluss des schuldrechtlichen Geschäftes gemäß Art. 17 Abs. 10 lit. a MAR **zu veröffentlichen**. Bei später Information des Emittenten kann dies für ihn unmöglich werden⁶. Hinsichtlich der Führungsperson kann der Emittent dieses Problem durch dienstvertragliche Regelungen zu lösen versuchen⁷, bei einer der Führungsperson nahestehenden Person besteht diese Möglichkeit jedoch nicht! 16.20

Ein Inlandsemittent gemäß § 2 Abs. 14 WpHG (bis 2.1.2018: § 2 Abs. 7), ein MTF-Emittent gemäß § 2 Abs. 15 WpHG (bis 2.1.2018: § 2 Abs. 7a) oder ein OTF-Emittent gemäß § 2 Abs. 16 WpHG i.d.F. des 2. FiMaNoG hat nach § 26 Abs. 2 WpHG (bis 2.1.2018: § 15 Abs. 2) die Information zu Eigengeschäften von Führungspersonen unverzüglich, jedoch nicht vor ihrer Veröffentlichung, dem Unternehmensregister gemäß § 8b HGB zur Speicherung zu übermitteln und die Veröffentlichung der BaFin mitzuteilen. 16.21

IV. Handelsverbot

Neu eingeführt wurde durch Art. 19 Abs. 11 MAR das Verbot von Eigengeschäften für Führungspersonen während eines geschlossenen Zeitraums von 30 Kalendertagen vor der Veröffentlichung eines Zwischenberichtes oder eines Jahresabschlusses. Das **Handelsverbot** wird im Zusammenhang mit den Insiderhandelsverboten unter Rz. 14.57 ff. erörtert. 16.22

V. Sanktionen

1. Bußgeld

Nach § 120 Abs. 15 Nr. 17 bis 22 WpHG (bis 2.1.2018: § 39 Abs. 3d Nr. 17 bis 22) handelt eine meldepflichtige Person **ordnungswidrig**, die entgegen Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 1 i.V.m. Abs. 7 MAR vor- 16.23

1 BaFin, FAQ zu Eigengeschäften von Führungskräften, Stand: 13.9.2017, Frage IV.1.

2 ABL. EU Nr. L 88 v. 5.4.2016, S. 19.

3 Unstr., vgl. nur *Bednarz*, AG 2005, 835 ff.; *Hagen-Eck/Wirsch*, DB 2007, 504, 508 f.; *Heinrich* in Köln-Komm. WpHG, § 15a WpHG Rz. 75.

4 In der Englischen Version heißt es allerdings nicht „without undue delay“, sondern „promptly“, was mit „sofort“ richtig übersetzt wäre.

5 Art. 19 Abs. 3 MAR spricht von „Geschäftstagen“ (engl.: business days), Art. 19 Abs. 2 Unterabs. 2 Satz 2 MAR dagegen von „Arbeitstagen“ (engl.: „working days“), ohne dass ein Unterschied erkennbar ist, vgl. *Stüber*, DStR 2016, 1221, 1224 w.w.N.

6 *Stüber*, RdF 2015, 1221, 1224 m.w.N.

7 Vgl. diesbezüglichen Formulierungsvorschlag von *Mutter*, AG 2016, R239 f.; vgl. rechtspolitisch *di Noia/Milič/Spatola*, ZBB 2014, 96, 106.

sätzlich oder leichtfertig eine Mitteilung nicht, nicht richtig, nicht vollständig, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig macht. Ein Emittent handelt ordnungswidrig, wenn er entgegen Art. 19 Abs. 3 i.V.m. Abs. 4 MAR vorsätzlich oder leichtfertig eine Veröffentlichung nicht, nicht richtig, nicht vollständig, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig vornimmt. Gleichfalls stellt es eine Ordnungswidrigkeit dar, wenn der Emittent die Führungsperson oder diese eine mit ihr in enger Beziehung stehende Person nicht gemäß Art. 19 Abs. 5 MAR informiert oder die Information nicht aufbewahrt, der Emittent keine Liste der Führungspersonen erstellt oder die Führungsperson gegen Handelsverbote gemäß Art. 19 Abs. 11 MAR verstößt. Die Ordnungswidrigkeit kann nach § 120 Abs. 18 Satz 1 WpHG i.d.F. des 2. FiMaNoG mit einer **Geldbuße bis 500.000 Euro** geahndet werden. Die von § 120 Abs. 18 Satz 3 WpHG i.d.F. des 2. FiMaNoG vorgesehene zusätzliche Ahndungsmöglichkeit „bis zum Dreifachen des aus dem Verstoß gezogenen wirtschaftlichen Vorteils“ kommt im vorliegenden Kontext nicht in Betracht, da die hier geahndeten Verstöße keine wirtschaftlichen Vorteile begründen können.

2. Nichtigkeit oder Schadensersatz?

- 16.24 Eine Nichtigkeit des Erwerbs- oder Veräußerungsvertrages nach § 134 BGB wegen unterlassener Mitteilung kommt nicht in Betracht, da die Meldepflicht überhaupt erst an den Abschluss des Vertrages anknüpft. Ein Verstoß gegen eine Pflicht zur Mitteilung bzw. Veröffentlichung kann eine Pflicht zum **Schadensersatz** für die mitteilungspflichtige Person bzw. den Emittenten nur dann nach sich ziehen, wenn es sich bei Art. 19 MAR bzw. § 120 Abs. 15 Nr. 17 bis 22 WpHG i.d.F. des 2. FiMaNoG um ein **Schutzgesetz** i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB handelt. Dies wird in Anlehnung an die Entscheidung des Gesetzgebers zu der Pflicht zur allgemeinen Ad-hoc-Publizität nach Art. 17 MAR ohne drittschützende Wirkung in § 26 Abs. 3 WpHG (bis 2.1.2018: § 15 Abs. 3) von der **ganz überwiegenden Meinung abgelehnt**¹. Eine **Ausnahme** könnte jedoch für die Verletzung der Pflicht zur Information der Führungsperson oder der zu dieser in enger Beziehung stehenden Person über die ihr obliegenden Pflichten zu machen sein sowie bei einem Verstoß gegen ein Handelsverbot gemäß Art. 19 Abs. 11 MAR (zu letzterem ausführlich Rz. 14.60 m.w.N.). Grundsätzlich nicht ausgeschlossen, jedoch wohl nur selten vorliegend, ist eine Schadensersatzpflicht wegen **vorsätzlicher sittenwidriger Schädigung** nach § 826 BGB².

§ 17

Haftung für unterlassene und fehlerhafte Ad-hoc-Publizität

I. Formen fehlerhafter Kapitalmarktinformation	
1. Primärmarkt.	17.1
2. Sekundärmarkt.	17.2
II. Haftung des Emittenten für fehlerhafte Ad-hoc-Publizität	
1. Anspruchsverpflichteter.	17.6
2. Informationspflichtverletzung	
a) Unterlassung einer gebotenen Ad-hoc-Publizität.	17.7
b) Veröffentlichung von unwahren Informationen.	17.8
3. Rechtswidrigkeit.	17.10
4. Subjektive Pflichtwidrigkeit.	17.11

1 Vgl. zur MAR: *Maume/Kellner*, ZGR 2017, 273, 292 f.; *Kumpan*, AG 2016, 446, 458; zu § 15a WpHG a.F.: *Sethe* in Assmann/Uwe H. Schneider, § 15a WpHG Rz. 140; *Zimmer/Osterloh* in Schwark/Zimmer, § 15a WpHG Rz. 110; *Fischer zu Cramburg/Royé* in Heidel, AktG, § 15a WpHG Rz. 9; *Pfüller* in Habersack/Müllbert/Schlitt, Hdb. Kapitalmarktinformation, § 23 Rz. 68; *Müllbert/Steup* in Habersack/Müllbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, § 41 Rz. 288; zweifelnd *Fleischer*, NJW 2002, 2977, 2978.

2 Vgl. zu der parallelen Situation bei einem vorsätzlichen Missbrauch der Ad-hoc-Publizitätspflicht BGH v. 19.7.2004 – II ZR 217/03 – Infomatec, WM 2004, 1726 = ZIP 2004, 1604 = BKR 2004, 403 sowie Rz. 15.54.