

Marcus Commandeur

Eigengeschäfte von Führungskräften nach
Art. 19 MMVO im Rahmen öffentlicher
Angebote nach dem WpÜG



Nomos

Schriften zum Gesellschafts-,
Bank- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Prof. Dr. Gregor Bachmann, Humboldt Universität zu Berlin

Prof. Dr. Matthias Casper, Universität Münster

Prof. Dr. Carsten Schäfer, Universität Mannheim

Prof. Dr. Rüdiger Veil, LMU München

Band 71

Marcus Commandeur

Eigengeschäfte von Führungskräften nach
Art. 19 MMVO im Rahmen öffentlicher
Angebote nach dem WpÜG



Nomos

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Zugl.: Münster, Univ., Diss., 2018

u.d.T.: Eigengeschäfte von Führungskräften nach Art. 19 MMVO. Die Bedeutung der Directors' Dealings im Rahmen öffentlicher Angebote nach dem WpÜG

ISBN 978-3-8487-5140-2 (Print)

ISBN 978-3-8452-9341-7 (ePDF)

D6

1. Auflage 2018

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2018. Gedruckt in Deutschland. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Sommersemester 2018 von der rechtswissenschaftlichen Fakultät der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster als Dissertation angenommen. Gesetzgebung, aufsichtsrechtliche Verlautbarungen, Rechtsprechung und Literatur konnten bis Mai 2018 berücksichtigt werden, empirische Daten sind – soweit nicht anders angegeben – ebenfalls auf diesem Stand.

Mein besonderer Dank gilt zunächst meinem Doktorvater *Prof. Dr. Matthias Casper*, an dessen Lehrstuhl ich bereits vor der Promotionszeit fast fünf Jahre arbeiten durfte und der mich für das Kapitalmarktrecht begeistert hat. Seine Unterstützung in jeder Phase des Studiums und der Promotion sind keinesfalls selbstverständlich.

Herrn *Prof. Dr. Johann Kindl* danke ich für die rasche Erstellung des Zweitgutachtens.

Für die Aufnahme in die Schriftenreihe zum Gesellschafts-, Bank- und Kapitalmarktrecht gebührt ferner Herrn *Prof. Dr. Gregor Bachmann*, Herrn *Prof. Dr. Carsten Schäfer*, Herrn *Prof. Dr. Rüdiger Veil* sowie ebenfalls Herrn *Prof. Dr. Casper* Dank, der die Aufnahme angeregt hatte.

Während des Promotionsvorhabens sowie meiner gesamten Ausbildung hatte ich die Unterstützung und das Vertrauen vieler liebevoller Menschen. Von ganzem Herzen vielen Dank dafür.

München im Juni 2018

Marcus Commandeur

Inhaltsübersicht

1. Teil: Einleitung	19
§ 1 Die Marktmissbrauchsverordnung als Ausgangspunkt	19
§ 2 Eigengeschäfte von Führungskräften	21
§ 3 Besonderheiten bei öffentlichen Übernahmen	23
§ 4 Gang der Untersuchung	25
2. Teil: Grundlagen und Normverständnis	27
§ 5 Directors‘ Dealings	27
A. Europäischer Einfluss und Regelungsvorbilder	27
B. Regelungszweck	49
C. Rechtstatsächliche Bedeutung	58
D. Rechtslage nach Art. 19 MMVO	60
§ 6 Publizitätspflichten im Rahmen öffentlicher Angebote	112
A. Angebotsverkündung, § 10 WpÜG	113
B. Wasserstandsmeldungen, § 23 WpÜG	114
C. Beteiligungspublizität, § 33 WpHG	116
§ 7 Koinzidenz von Publizitätspflichten in Übernahmesituationen	117
A. Initiierung des Angebotsprozesses	118
B. Pflichten des Bieters während der Annahmepériode	119
C. Pflichten der Zielgesellschaft	120
D. Führungsperson auf Seiten von Bieter und Target	121
3. Teil: Fälle der Beteiligung von Führungspersonen bei öffentlichen Angeboten	122
§ 8 Szenarien der Beteiligung von Führungspersonen	122
A. Undertaking Agreements	124
B. Stimmbindungsvereinbarungen	126
C. Führungsperson als mittelbarer Initiator des Angebots	132
D. Führungsaufgaben bei Ziel- und Bietergesellschaft	133
E. Fazit	134
§ 9 Rechtstatsächliche Analyse	134
A. Angebote unter Beteiligung von Führungspersonen	135

B. Aussage zu Directors‘ Dealings Meldungen	136
4. Teil: Rechtliche Behandlung bei öffentlichen Angeboten	139
§ 10 Behandlung nach Art. 19 MMVO	139
A. Keine Regelung durch den Ordnungsgeber	139
B. Wortlaut	140
C. Sinn und Zweck	142
D. Zwischenfazit	143
§ 11 Verwaltungspraxis der BaFin	144
A. Aussagen zu bedingten Geschäften	145
B. § 21 Abs. 1 WpÜG als Besonderheit im Übernahmerecht	148
C. Fazit	152
§ 12 Missstände des gesetzlichen Status quo	153
A. Zweckwidrige Anwendung bei öffentlichen Angeboten	154
B. Systematische Widersprüche	185
C. Rechtsunsicherheiten	205
D. Verhältnismäßigkeit der Anwendung des Art 19 MMVO in Übernahmesituationen	206
E. Fazit	247
5. Teil: Lösungsmöglichkeiten und Reformvorschlag	249
§ 13 Lösungsansätze »de lege lata«	250
A. Normative Korrektur der Wertungswidersprüche	251
B. Empfehlung für die Praxis	272
§ 14 Reformvorschlag »de lege ferenda«	275
A. Bereichsausnahme	275
B. Formulierung eines Reformvorschlags	280
6. Teil: Schlussbetrachtungen	289
§ 15 Ausblick	289
A. Revisionsauftrag des Art. 38 MMVO	289
B. Revisionsbedürftige Aspekte im Einzelnen	290
§ 16 Zusammenfassung in Thesen	293
A. Grundlagen und Normverständnis	293
B. Beteiligung von Führungspersonen an öffentlichen Angeboten	296

C. Rechtliche Behandlung bei öffentlichen Angeboten	298
D. Lösungsmöglichkeiten und Reformvorschlag	301
Anhang: Auswertung öffentlicher Angebote unter Beteiligung von Führungskräften	303
Literaturverzeichnis	307

Inhaltsverzeichnis

Einleitung	19
§ 1 Die Marktmissbrauchsverordnung als Ausgangspunkt	19
§ 2 Eigengeschäfte von Führungskräften	21
§ 3 Besonderheiten bei öffentlichen Übernahmen	23
§ 4 Gang der Untersuchung	25
1. Teil: Grundlagen und Normverständnis	27
§ 5 Directors‘ Dealings	27
A. Europäischer Einfluss und Regelungsvorbilder	27
I. Entstehungsgeschichte	28
1. Wirtschaftsempirischer Hintergrund	28
2. Erfahrungen des Neuen Markts als Wegbereiter	29
3. Europäisierung der Directors‘ Dealings	30
a) Lamfalussy-Verfahren	30
b) Europäische Gesetzgebung zum Marktmissbrauch	32
4. Verfahren und Rechtsquellen i.R.d. MMVO	34
a) Verfahrenslauf bis zum Inkrafttreten	35
b) Konkretisierende Rechtsakte i.R.d. Directors‘ Dealings	36
II. Regelungsvorbilder	38
1. Internationale Regelungen	39
a) Sec. 16 US Securities Exchange Act von 1934	39
b) UK Model Code	40
2. Nationale Regelungsvorbilder	42
a) Regelwerk Neuer Markt	42
b) Deutscher Corporate Governance Kodex	43
3. Regelungsalternativen	44
a) Post-Trading Disclosure	44
b) Pre-Trading Disclosure	45
c) Handelsverbote und Handelsfenster	47
d) Short-Swing-Regelungen	48
B. Regelungszweck	49
I. Institutionelle Bedeutung für den Kapitalmarkt	50
1. Marktintegrität	50

2. Realistische Preisbildung	53
II. Mehrwert für das Anlegerpublikum	54
1. Informierte Transaktionsentscheidung und Indikatorwirkung	54
2. Anlegergleichbehandlung	57
C. Rechtstatsächliche Bedeutung	58
I. Entwicklung der Meldepraxis	58
II. Entwicklung der eingeleiteten Verfahren	59
D. Rechtslage nach Art. 19 MMVO	60
I. Meldepflicht (Art. 19 Abs. 1 MMVO)	61
1. Persönlicher Anwendungsbereich	61
a) Formelle Führungspersonen	62
b) Materielle Führungspersonen	63
c) Personen in enger Beziehung	65
2. Sachlicher Anwendungsbereich	69
3. Meldepflichtige Geschäfte	71
a) Geschäfte	71
b) Anknüpfungspunkt der Meldepflicht	76
c) Finanzinstrumente	83
d) Ausnahmen	84
4. Zeitlicher Anwendungsbereich	85
5. Modalitäten der Meldung	86
a) Inhalt der Meldung	86
b) Meldefrist	87
c) Möglichkeit aggregierter Meldungen	88
II. Handelsverbot (Art. 19 Abs. 11 MMVO)	90
1. Sinn und Zweck	90
2. Anwendungsbereich	92
3. Fristauslösendes Ereignis	94
a) Anknüpfungspunkt der Berichtsankündigung	95
b) Erfassung von Quartalsmitteilungen	96
c) Double Close Periods bei vorläufigen Finanzberichten	100
III. Sanktionsregime	101
1. Bußgelder	102
2. Naming and Shaming	103
3. Sonstige verwaltungsrechtliche Maßnahmen	104
4. Strafrechtliche Sanktionen	105
5. Zivilrechtliche Haftung	106
a) Keine spezialgesetzliche Schadensersatzpflicht	106
b) Verbotsgesetz i.S.d. § 134 BGB	107

c) Schutzgesetz i.S.d. § 823 Abs. 2 BGB	109
IV. Zwischenfazit	111
§ 6 Publizitätspflichten im Rahmen öffentlicher Angebote	112
A. Angebotsverkündung, § 10 WpÜG	113
B. Wasserstandsmeldungen, § 23 WpÜG	114
C. Beteiligungspublizität, § 21 WpHG	116
§ 7 Koinzidenz von Publizitätspflichten in Übernahmesituationen	117
A. Initiierung des Angebotsprozesses	118
B. Pflichten des Bieters während der Annahmepériode	119
C. Pflichten der Zielgesellschaft	120
D. Führungsperson auf Seiten von Bieter und Target	121
2. Teil: Fälle der Beteiligung von Führungspersonen bei öffentlichen Angeboten	122
§ 8 Szenarien der Beteiligung von Führungspersonen	122
A. Undertaking Agreements	124
B. Stimmbindungsvereinbarungen	126
I. Umfang der Zurechnung nach § 30 Abs. 2 WpÜG	128
II. Fazit	131
C. Führungsperson als mittelbarer Initiator des Angebots	132
D. Führungsaufgaben bei Ziel- und Bietergesellschaft	133
E. Fazit	134
§ 9 Rechtstatsächliche Analyse	134
A. Angebote unter Beteiligung von Führungspersonen	135
B. Aussage zu Directors‘ Dealings Meldungen	136
3. Teil: Rechtliche Behandlung bei öffentlichen Angeboten	139
§ 10 Behandlung nach Art. 19 MMVO	139
A. Keine Regelung durch den Ordnungsgeber	139
B. Wortlaut	140
C. Sinn und Zweck	142
D. Zwischenfazit	143
§ 11 Verwaltungspraxis der BaFin	144
A. Aussagen zu bedingten Geschäften	145
I. Grundproblematik bei öffentlichen Angeboten	145
II. Übertragung der BaFin-Praxis auf öffentliche Angebote	146
B. § 21 Abs. 1 WpÜG als Besonderheit im Übernahmerecht	148

I.	Verzichtmöglichkeit im Lichte der Verwaltungspraxis	149
II.	Vergleichbare Interessenlage von Potestativbedingung und Verzichtmöglichkeit	150
III.	Keine durchschlagenden Gegenargumente	151
§ 12	Misstände des gesetzlichen Status quo	153
A.	Zweckwidrige Anwendung bei öffentlichen Angeboten	154
I.	Kein Beitrag zur informierten Transaktionsentscheidung	154
1.	Isolierte Betrachtung der Meldung nach Art. 19 MMVO	155
2.	Keine Indikatorwirkung im übernahmerechtlichen Kontext	156
a)	Verhältnis zu §§ 10, 14 WpÜG	157
b)	Verhältnis zu § 23 WpÜG	159
3.	Information overload	161
a)	Verhältnis zu § 10 WpÜG und § 14 WpÜG	163
b)	Verhältnis zu § 23 WpÜG	164
c)	Verhältnis zu § 21 WpHG	169
d)	Gesetzliche Berücksichtigung des »information overload«	170
II.	Keine Relevanz für die Missbrauchsverhinderung	172
1.	Abschreckungspotential	172
2.	Repressive Funktion	175
III.	Zweckwidrigkeit des Handelsverbots	175
1.	Verringerung der Informationstransparenz	176
2.	Zentraler Zweck des Handelsverbots läuft leer	177
3.	Handelsverbot unterläuft öffentlichen Angebotsprozess	178
a)	Taktung der Angebotsunterbreitung	179
b)	Keine Abhilfe durch Befreiungstatbestände	183
B.	Systematische Widersprüche	185
I.	Pre-Trading Disclosure im Übernahmerecht	185
II.	Widersprüche innerhalb der MMVO	188
1.	Hintergrund und Regelungsgehalt des Art. 9 Abs. 4 MMVO	189
2.	Übertragbarkeit auf öffentliche Angebote	190
3.	Zwingender Rückschluss nur für das Handelsverbot	192
4.	Rückausnahme für stillen Beteiligungsaufbau	192
III.	Sonstige Behandlung von Angebotseinlieferungen	193
1.	Verhältnis zu §§ 25, 25a WpHG	194

2. Verhältnis zu § 23 WpÜG	197
IV. Handelsverbot als Systembruch	199
1. Bruch mit dem Leitbild des Transparenzmodells	199
2. Befreiungstatbestände als Sonderweg	202
3. Fehlende Sanktionierung bei fehlerhafter Befreiung	203
C. Rechtsunsicherheiten	205
D. Verhältnismäßigkeit der Anwendbarkeit des Art. 19 MMVO in Übernahmesituationen	206
I. Compliance Aufwand	207
1. Empirische Auswertung	208
2. Erweiterung des Anwendungsbereichs	210
a) Informierung der Führungspersonen, Art. 19 Abs. 5 MMVO	211
b) Sanktionierung des Art. 19 Abs. 5 MMVO	212
3. Neuregelung der Meldefrist	213
a) Potentielle faktische Unmöglichkeit der Meldung	213
b) Kritik und praktische Handhabung	216
4. Compliance im Zusammenhang mit Art. 19 Abs. 11 MMVO	217
II. Verschärfung der Sanktionen	219
1. Anhebung der Höchstgeldstrafen	220
2. Veröffentlichung der Sanktionsmaßnahmen	222
a) Unkalkulierbare wirtschaftliche Auswirkungen	223
b) Grundrechtliche Bedenken	224
c) Veröffentlichung nicht bestandskräftiger Maßnahmen	225
d) Fazit	229
III. Handelsverbot als überschießende Maßnahme	230
1. Ausgestaltung schärfer als in Regelungsvorbildern	231
a) Business Conduct Guidelines	231
b) Börsenregularien	232
c) Model Code	232
2. Eingriff in Art. 14 Abs. 1 GG	235
a) Verhältnis zu Art. 14 Abs. 1 GG	236
b) Angemessenheit der Inhalts- und Schrankenbestimmung	237
c) Vereinbarkeit mit der Charta der EU- Grundrechte	239
IV. Erweiterung auf den Freiverkehr (§ 48 BörsG)	240

1. Keine Anwendbarkeit des Übernahmerechts	241
2. Unterschiede zwischen Freiverkehr und geregelter Markt	242
3. Übertragbarkeit der Erwägungen auf öffentliche Angebote	243
4. Art. 17 MMVO als Begründung für die Nichtanwendbarkeit	244
5. Fazit	246
E. Stellungnahme	247
4. Teil: Lösungsmöglichkeiten und Reformvorschlag	249
§ 13 Lösungsansätze »de lege lata«	250
A. Normative Korrektur der Wertungswidersprüche	251
I. Restriktive Auslegung	251
II. Gesetzesimmanente Rechtsfortbildung	252
1. Verhältnis von Analogie und teleologischer Reduktion	253
2. Planwidrige Gesetzeslücke	256
a) Meldepflicht	256
b) Handelsverbot	259
3. Analoge Anwendung des Art. 9 Abs. 4 MMVO	260
a) Systematische Nähe zu den Directors' Dealings	260
b) Hintergrund des Art. 9 Abs. 4 MMVO	261
c) Wertungsdifferenzen	262
d) Rechtspolitische Defizite des Art. 9 Abs. 4 MMVO	263
4. Teleologische Reduktion	264
a) Führungsperson als Bieter i.S.d. § 2 Abs. 4 WpÜG	265
b) Führungsperson als wirtschaftliche/r Initiator/in	266
c) Erfüllung von Führungsaufgaben bei Emittent und Bieter	267
5. Fazit	268
III. Alternative Lösungsmöglichkeiten	268
1. WpÜG als lex specialis	268
2. Vollzug des Angebots als Auslöser der Meldepflicht	269
3. Aufschiebung der Veröffentlichung	271
IV. Fazit	272
B. Empfehlung für die Praxis	272

I. Richterliche Klärung	273
II. Aufsichtliche Klärung	273
§ 14 Reformvorschlag »de lege ferenda«	275
A. Bereichsausnahme	275
I. Regulierungsebene	275
II. Einfügung im Rahmenrechtsakt	277
1. Entscheidung strategischer und politischer Reichweite	277
2. Systematik der Befugnisübertragung, Art. 19 Abs. 14 MMVO	279
3. Fazit	280
B. Formulierung eines Reformvorschlags	280
I. Binnensystematische Stellung	280
1. Einfügung in Art. 19 Abs. 1a MMVO	281
2. Einfügung in Art. 19 Abs. 7 MMVO	282
3. Einfügung in Art. 19 Abs. 10 MMVO	282
4. Schaffung eines neuen Absatzes	283
II. Formulierungsvorschlag im Wortlaut	284
1. Anforderungen an die Formulierung	284
2. Wortlaut des Art. 19 Abs. 1b MMVO	285
3. Begründung des Formulierungsvorschlags	286
5. Teil: Schlussbetrachtungen	289
§ 15 Ausblick	289
A. Revisionsauftrag des Art. 38 MMVO	289
B. Revisionsbedürftige Aspekte im Einzelnen	290
§ 16 Zusammenfassung in Thesen	293
A. Grundlagen und Normverständnis	293
B. Beteiligung von Führungspersonen an öffentlichen Angeboten	296
C. Rechtliche Behandlung bei öffentlichen Angeboten	298
D. Lösungsmöglichkeiten und Reformvorschlag	301

Inhaltsverzeichnis

Anhang: Auswertung öffentlicher Angebote unter Beteiligung von Führungskräften	303
Literaturverzeichnis	307

1. Teil: Einleitung

§ 1 Die Marktmissbrauchsverordnung als Ausgangspunkt

Seit Beginn der Finanzmarktkrise im August 2007 hat allein das Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) beeindruckende 54 Gesetzesänderungen erfahren. Sei es durch Eigeninitiative des deutschen Gesetzgebers oder auf Basis europarechtlicher Vorgaben, die Zahl ist indikativ für den Aktionismus, der auf dem Gebiet des Kapitalmarktrechts vorherrscht.¹ Die Erfahrungen aus der Krise scheinen noch immer ihre Spuren zu hinterlassen, denn es ist nicht ersichtlich, dass der Strom der Änderungsvorhaben abnimmt. Die letzten beiden Bausteine im sich ständig ändernden Landschaftsbild dieses Rechtsgebiets sind die Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie², die der deutsche Gesetzgeber Ende 2015 in nationales Recht umgesetzt hat³ und die am 03. Juli 2016 in Kraft getretene Marktmissbrauchsverordnung (MMVO).⁴ Als Verordnung i.S.d. Art. 288

-
- 1 In diesem Zeitraum erfolgten 17 Änderungen des WpÜG, 20 Änderungen des BörsG und gar 73 Änderungen des KWG.
 - 2 Richtlinie 2013/50/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 22. Oktober 2013 zur Änderung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, sowie der Richtlinie 2007/14/EG der Kommission mit Durchführungsbestimmungen zu bestimmten Vorschriften der Richtlinie 2004/109/EG (Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie), Abl. EU L 294/13 vom 6.11.2013.
 - 3 Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie vom 25.11.2015, BGBl. I 2015 Nr. 46, 2029; durch das Zweite Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz – 2. FiMaNoG) vom 23.6.2017, BGBl. I 2017, 1693 fand zu Jahresbeginn 2018 ferner eine Neunummerierung der Vorschriften des WpHG statt; näher hierzu *Grundmann*, ZBB 2018, 1, 2 ff.
 - 4 Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.04.2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und

1. Teil: Einleitung

Abs. 2 AEUV ist letztere in Deutschland unmittelbar anwendbar und ersetzt inhaltlich in weiten Teilen die Regelungen des WpHG, wie auch aus dem 1. Finanzmarktnovellierungsgesetz hervorgeht.⁵

Erklärtes Ziel der Verordnung ist es das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Finanzmärkte zu stärken und gleichzeitig den Anlegerschutz zu verbessern.⁶ Zu diesem Zweck werden nahezu alle Pfeiler des Marktmissbrauchsrechts, von der Ad-hoc-Publizität über das Verbot der Marktmanipulation bis hin zum Insiderrecht, fundamental neu geregelt und vereinheitlicht.⁷ Die MMVO bildet dabei den vorläufigen Abschluss des Vorhabens der Europäischen Kommission, auf dem Gebiet des Kapitalmarktrechts im Wege einer Vollharmonisierung europaweit einheitliche Verhältnisse und mehr Rechtssicherheit zu schaffen.⁸ Der europäische Kapitalmarkt soll nach Vorstellung von Kommission und der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA)⁹ von nun an einem sog. »Single Rulebook«¹⁰ unterworfen sein, an das sich alle Mitgliedstaaten halten müssen.¹¹ Zum Teil wird auch von der »Europäischen Kapitalmarktunion« gesprochen.¹²

zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, Abl. EU L 173/1 vom 12.06.2014.

5 Erstes Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz – 1. FiMaNoG) vom 30.06.2016, BGBl. I 2016 Nr. 31, 1514.

6 Vgl. exemplarisch Erwägungsgründe 2 und 8 der MMVO; ferner auch Erwägungsgrund 3 der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie.

7 Insb. die Regelungen zur Ad-hoc Publizität waren zuletzt auch i.R.d. Volkswagen AG Abgasskandals wieder Gegenstand der öffentlichen Debatte, nachdem institutionelle sowie Großinvestoren Klage wegen einer verspäteten Ad-hoc Mitteilung eingereicht hatten und ein Musterverfahren nach dem Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz vor dem LG Braunschweig eingeleitet haben, vgl. <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/vw-abgasskandal/investoren-verklagen-volkswagen-auf-mehrere-milliarden-14125347.html> [16.12.2017].

8 Näher zu den Gründen für die zunehmende Vollharmonisierung der letzten Jahre *Veil*, ZGR 2014, 544, 564.

9 Zum Aufgabenbereich der ESMA, vgl. *Veil*, ZGR 2014, 544 f.

10 Für eine engere Auseinandersetzung mit dem Begriff vgl. *Stüber*, DStR 2016, 1221; *Veil*, ZGR 2014, 544, 564.

11 Der Begriff ist nicht eindeutig definiert, jedoch gehört er laut der Internetpräsenz der ESMA zum grundlegenden Selbstverständnis ihrer Arbeit; auch die BaFin widmet dem Schlagwort mittlerweile eine eigene Seite auf ihrer Inter-

§ 2 Eigengeschäfte von Führungskräften

Dieser neue Schritt in der Entwicklung des europäischen Kapitalmarkts soll als Anlass genommen werden, um mit den »Eigengeschäften von Führungskräften« einen Regelungskomplex der MMVO näher zu beleuchten, der nach seiner ursprünglichen Einführung in das deutsche Recht im Jahr 2002 im übergeordneten Bereich des Insiderhandels ein vermeintliches Schattendasein geführt hat, aber ebenfalls von der Lawine an Änderungen nicht unberührt blieb.¹³ Nach der Einführung des § 15a WpHG a.F. und seinen diversen Modifikationen über die Jahre wurde die Regelung zu den als »Directors' Dealings« bekannten Geschäften nun vollumfänglich durch Art. 19 MMVO ersetzt.¹⁴ In deren offizieller englischsprachiger Ausfertigung wurde zwar anstelle des Ausdrucks »Directors' Dealings« erstmalig die Begrifflichkeit »Managers' Transactions« verwendet. Dieser Begriff ist allerdings inhaltlich deckungsgleich mit dem Begriff »Directors' Dealings« zu verstehen, der sich über die Jahre in der Literatur etabliert hat. Daher soll für die Zwecke dieser Arbeit aus Gründen der Einheitlichkeit und Verständlichkeit auch weiter von »Directors' Dealings« die Rede sein.

Im Kern liegt dabei auch den Directors' Dealings der bekannte Zweckdualismus zugrunde, der die meisten Regelungen im Kapitalmarktrecht

netpräsenz, während im Bereich des Bankenaufsichtsrechts von der Aufsichtsbehörde EBA bereits ein »Single Rulebook« veröffentlicht wurde, vgl. <http://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/single-rulebook> [16.12.2017].

- 12 Mitteilung der Kommission über eine neue Investitionsinitiative für Europa vom 26.11.2014, KOM(2014) 903 endgültig/2, S. 15 ff.; Grünbuch der Europäischen Kommission zur Schaffung einer Kapitalmarktunion vom 18.02.2015, KOM(2015) 63 endgültig; vgl. auch *Heuer/Schütt*, BKR 2016, 45 ff; *Parmentier*, ECFR 2017, 242 ff.
- 13 Die Einführung erfolgte durch das Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) vom 21. Juni 2002, BGBl. I 2002 Nr. 39, 2010, mit dem § 15a in das WpHG eingefügt wurde. Seit 2004 wurden vier Änderungen am § 15a WpHG vorgenommen, die den Anwendungsbereich jedoch durch die Streichung von Ausnahmen und die Herabsetzung der Bagatellgrenze bedeutend ausweiteten; vgl. hierzu näher *Fleischer*, NJW 2002, 2977, 2978; *Fuchs/Pfüller*, WpHG, § 15a Rn. 3.
- 14 Der Begriff »Directors' Dealings« hat sich auch in der deutschen Rechtsprache eingebürgert, vgl. *Assmann/Schneider/Sethe*, WpHG, § 15a Rn. 9; für Details zum Ursprung des Begriffs vgl. *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 40.

prägt: zum einen der Schutz des öffentlichen Vertrauens in die Finanzmärkte, zum anderen der Grundsatz der Anlegergleichbehandlung.¹⁵ Personen, die in Unternehmen auf Führungsebene tätig sind, sitzen aufgrund ihrer herausgehobenen Stellung regelmäßig an der Quelle kapitalmarktrelevanter Informationen über das Unternehmen. Sie sind damit besser als jeder Marktteilnehmer in der Lage ein akkurates Bild über die wirtschaftliche Verfassung des Unternehmens zu entwickeln. Damit geht ein inhärenter Informationsvorsprung gegenüber dem übrigen Anlegerpublikum einher. Handeln sie sodann mit Wertpapieren des eigenen Unternehmens, so kann dies dazu führen, dass die Informationseffizienz des Marktes nicht länger gewährleistet ist. Es entsteht eine informationelle Ungleichbehandlung der übrigen Anleger und somit eine Anlegerungleichbehandlung, die das Kapitalmarktrecht gerade zu verhindern sucht. Die Anleger sollen nämlich eine informierte Transaktionsentscheidung treffen können, die auf ihrer eigenen Einschätzung der gegenwärtigen und künftigen wirtschaftlichen Lage des Unternehmens basiert. Für diese Einschätzung können sie aus Geschäften von Führungspersonen potentiell wichtige Rückschlüsse ziehen, womit diesen Geschäften für den Markt eine sog. Indikatorwirkung zukommt.¹⁶ Zusätzlich kann bereits der bloße Anschein der Ausnutzung potentieller Insiderinformationen durch Führungspersonen die Integrität des Marktes beeinträchtigen.¹⁷ Genau diesen Gefahren vorzubeugen ist das Anliegen der Regelungen zu den Eigengeschäften von Führungspersonen. Dies wird u.a. dadurch erreicht, dass eine Offenlegung des Geschäfts an die zuständige Behörde, in Deutschland die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), sowie eine Veröffentlichung erfolgen muss.

15 Assmann/Schneider/Sethe, WpHG, § 15a Rn. 10 ff.; Engelhart, AG 2009, 856, 857; Veil, Europäisches Kapitalmarktrecht, 2014, § 2 Rn. 3 ff.

16 Vgl. zum Zweck der Regelung ausführlich § 4 ab S. 49; Begr. RegE zum Vierten Finanzmarktförderungsgesetz vom 18.01.2002, BT-Drucksache 14/8017, S. 87; Assmann/Schneider/Sethe, WpHG, § 15a Rn. 12; Fleischer, NZG 2006, 561, 564; Fuchs/Pfüller, WpHG, § 15a Rn. 24; Lenenbach, Kapitalmarktrecht, Rn. 13.369; Schwark/Zimmer/Osterloh, KMRK, § 15a WpHG Rn. 12.

17 Assmann/Schneider/Sethe, WpHG, § 15a Rn. 14; Fleischer, NJW 2002, 2977, 2978; Fürhoff/Schuster, BKR 2003, 134, 135 ff.; KK-WpHG/Heinrich, § 15a Rn 4; Schwark/Zimmer/Osterloh, KMRK, § 15a WpHG Rn. 11.

Dabei hat wohl i.R.d. MMVO kein Regelungskomplex derart umfangreiche Änderungen und Neuerungen erfahren wie die Directors' Dealings.¹⁸ Einhellig wird dabei in den ersten Gesamtbewertungen der Literatur konstatiert, dass die neue Regelung nicht nur in quantitativer Hinsicht viele Änderungen aufweist, sondern auch in qualitativer Hinsicht. Sprechen die einen noch von einer »deutlichen Erweiterung«¹⁹, so wird z.T. sogar eine »drastische Verschärfung« gesehen²⁰. Vor dem Hintergrund des dadurch für Emittenten und Führungspersonen deutlich gestiegenen Risikos und des gestiegenen Kontroll- und Verwaltungsaufwands ist eine Analyse und Bewertung der neuen Regelung somit bereits an sich angezeigt.

§ 3 Besonderheiten bei öffentlichen Übernahmen

Diese kritische Würdigung soll jedoch nicht losgelöst erfolgen, sondern anhand eines Problems, das sich i.R.d. Directors' Dealings bereits vor Einführung der MMVO gestellt hat. Dieses Problem betrifft die Schnittstelle zum Übernahmerecht, spezifischer die Frage, ob eine Offenlegung der Geschäfte von Führungskräften und das neu eingeführte Handelsverbot in Konstellationen, in denen eine Bietergesellschaft den Aktionären der Zielgesellschaft ein öffentliches Angebot nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) unterbreitet, überhaupt noch angezeigt ist.²¹

Personen mit Führungsaufgaben können in unterschiedlichen Weisen in Erwerbs-, Übernahme- oder Pflichtangebote involviert sein. Dass zunächst jeweils auf Bieterseite wie auch auf Seiten der Zielgesellschaft Führungspersonen involviert sind, bedarf keiner Erläuterung. Eine Tätigkeit von Eigengeschäften aber erfolgt regelmäßig nur bei Führungspersonen der Zielgesellschaft, denn nur deren Wertpapierbestände an Aktien der Zielgesellschaft verändern sich im Rahmen eines öffentlichen Angebots. Weist

18 Zu den Änderungen im Einzelnen vgl. § 5 D ab S. 60; zu den Änderungen in anderen Bereichen des Marktmissbrauchsrechts vgl. überblicksartig *von der Linden*, DStR 2016, 1036 ff.

19 *Graßl*, DB 2015, 2066, 2069; ähnlich *Becker/Pospiech*, GoingPublic Magazin 04/2016, 26, 27; *Jordans*, BKR 2017, 273, 278; *Veil*, ZBB 2014, 85, 93 ff.

20 *Krause*, CCZ 2014, 248, 255.

21 Spezifisch zur Schnittstelle von Übernahmerecht und Beteiligungspublizität vgl. *Kraack*, AG 2017, 677 ff.

eine Führungsperson keinerlei Beziehung zum Bieter auf, so wäre eine Meldung nach Art. 19 MMVO nur dann erforderlich, wenn die Person eigene Aktien an der Zielgesellschaft besitzt und diese auf das Angebot einbringen möchte. Problematisch und damit von Interesse sind freilich vielmehr Szenarien, in denen eine Führungsperson gerade eine solche Beziehung aufweist. Diese kann u.a. derart bestehen, dass ein Mitglied des Vorstands oder des Aufsichtsrats der Zielgesellschaft etwa selbst die Bietergesellschaft direkt oder indirekt beherrscht und somit Initiator des Angebots ist. Sie kann aber auch ohne direkte Beteiligung am Bieter durch eine Kollaboration etwa i.R.v. Stimmbindungsvereinbarungen erfolgen.²² Die Führungsperson steht dann gewissermaßen auf beiden Seiten des Angebotsvorgangs.

Dies führt dazu, dass möglicherweise sowohl die Publizitätspflichten der Bietergesellschaft als auch die der Zielgesellschaft in Form der Directors' Dealings auf die Person mit Führungsaufgaben zukommen. Ob das Zusammentreffen einer solchen Vielzahl von Informationspflichten für die Transparenz des Marktes noch sinnvoll ist oder vielmehr sogar eine Informationsüberflutung entsteht, die der Markteffizienz abträglich ist, soll untersucht werden.²³ Eine Auswertung von öffentlichen Angeboten in Deutschland seit dem Jahr 2014 scheint zu belegen, dass praktisch durchaus Rechtsunsicherheit bezüglich der Frage besteht, ob in solchen Fällen die auf ein Angebot eingebrachten Wertpapiere von einer Führungsperson als Directors' Dealings zu melden sind.²⁴ Auch dieser rechtstatsächliche Befund gibt also allen Grund für eine Untersuchung der Directors' Dealings in Erwerbs- und Übernahmesituationen.

Erstaunlich erscheint, dass die geschilderte Problematik in ihrem Detail bislang kaum Beachtung gefunden hat. Dabei scheint die Schnittstelle von Directors' Dealings und Übernahmerecht auf der Hand zu liegen. Die korrespondierenden Regelwerke in der Zeit vor der MMVO, das WpHG und das WpÜG, sind nicht nur begrifflich eng miteinander verbunden, an vielen Stellen liegen ihnen auch dieselben Grundgedanken zu Grunde.²⁵ Dennoch enthalten weder die Gesetzesmaterialien, noch die Durchfüh-

22 Vgl. zu den möglichen Szenarien § 8 ab S. 122.

23 Näher zum sog. »information overload« § 12 A.I.3 ab S. 161.

24 Vgl. § 9 B ab S. 136; mit gleichem Befund, aber einer geringeren Stichprobengröße *Kraack*, AG 2016, 57, 58.

25 Vgl. § 6 A ab S. 113.

rungsmaßnahmen der Kommission zur MMVO, geschweige denn die Guidelines der ESMA oder der Emittentenleitfaden der BaFin²⁶ Aussagen bezüglich der Sinnhaftigkeit einer Offenlegung der Eigengeschäfte von Führungspersonen in Erwerbs- und Übernahmesituationen. Es ist somit nicht ersichtlich, dass der Gesetzgeber oder die zuständigen Behörden sich der Problematik angenommen haben.

Damit wird das übergeordnete Anliegen dieser Arbeit aufgeworfen: die Frage nach der Zweckmäßigkeit und Interessengerechtigkeit der neuen Regelung zu den Directors' Dealings nach Art. 19 MMVO in Erwerbs- und Übernahmesituationen. Selbstverständlich hängt das Ergebnis dieser Frage von einer Vielzahl von Einzelfragen ab, die im Verlauf der Arbeit beantwortet werden sollen.

§ 4 Gang der Untersuchung

Nach der vorstehenden Kontextualisierung des Problems wird im zweiten Teil der Arbeit (ab S. 27) zunächst eine Erörterung der Grundlagen der Directors' Dealings erfolgen, die zwingend erforderlich ist, um das beschriebene Problem zu erfassen und Lösungsansätze entwickeln zu können. Darunter fallen die Einordnung der Directors' Dealings in ihren europarechtlichen Kontext sowie der Vergleich mit Regelungsvorbildern und -alternativen. Nach einer Erläuterung der gesetzgeberischen Schutzzwecke und der rechtstatsächlichen Bedeutung von Meldungen der Eigengeschäfte von Führungspersonen, folgt eine detaillierte Erläuterung der Regelung des Art. 19 MMVO sowie der Rechtsfolgen eines Verstoßes. Dabei wird bereits auf bestimmte Aspekte besonderes Augenmerk gelegt, die von Bedeutung für die nachfolgende Analyse sind. Eine tiefgreifende Befassung mit dem neu eingeführten Handelsverbot des Art. 19 Abs. 11 MMVO ist bereits deshalb angebracht, da die Regelung in der Literatur bislang noch nicht ausführlich untersucht wurde. Später werden andere kapitalmarktrechtliche Pflichten – insbesondere solche des Übernahmerechts – angesprochen, die im Spannungsverhältnis zu den Directors' Dealings stehen.

Der dritte Teil beinhaltet eine empirische Analyse und Auswertung der öffentlichen Angebotsverfahren der letzten Jahre und der im Rahmen die-

26 BaFin Emittentenleitfaden in der 4. Aufl., Stand 2013, S. 72-86.

ser gemeldeten Eigengeschäfte von Führungspersonen (ab S. 122). Dabei werden unterschiedliche Wege aufgezeigt, wie Führungspersonen der Zielgesellschaft derart in öffentliche Angebote der Bietergesellschaft involviert sein können, dass sie auf beiden Seiten des Angebots beteiligt sind. Ein Abgleich mit den im Zuge dieser öffentlichen Angebote gemeldeten Directors' Dealings zeigt eine uneinheitliche Meldepraxis der Führungspersonen und Zielgesellschaften. Anhand der Auswertung wird dargelegt, dass in der Praxis Rechtsunsicherheit bezüglich der Frage besteht, ob Annahmen öffentlicher Angebote, an denen Führungspersonen beteiligt waren, nach Art. 19 MMVO zu melden sind.

Im Anschluss gilt es dieser uneinheitlichen Meldepraxis auf den Grund zu gehen. Daher soll der vierte Teil der Arbeit (ab S. 139) unter Einbeziehung der ständigen Verwaltungspraxis der BaFin zunächst klären, ob Annahmen öffentlicher Angebote tatsächlich als meldepflichtige Geschäfte i.S.d. Art. 19 Abs. 1 MMVO gelten. Diese Frage wird zu bejahen sein. Das Ergebnis ist allerdings aus einer Vielzahl von Gründen schwerwiegenden Zweifeln ausgesetzt, die dogmatischer wie praktischer Natur sind. Diese Kritikpunkte werden ausführlich aufgezeigt, wobei auch neue Aspekte, die durch die Einführung des Handelsverbots zu Tage treten, besprochen werden.

Den Missstand des gesetzlichen Status quo gilt es aufzulösen. Zu diesem Zweck wird im fünften Teil (ab S. 249) zunächst auf Basis des bestehenden Verordnungswortlauts ein Vorschlag für eine teleologische Reduktion des Art. 19 MMVO gemacht. Darüber hinaus wird *de lege ferenda* ein Formulierungsvorschlag für eine Änderung des Art. 19 MMVO unterbreitet, der Rechtssicherheit für alle Marktteilnehmer schaffen kann und idealiter i.R.d. Überprüfung der MMVO durch die Kommission beachtet werden sollte.

Der sechste und letzte Teil der Arbeit (ab S. 289) umfasst einen Ausblick auf eine Revision der MMVO und fasst die wesentlichen Diskussionspunkte der Arbeit in Thesen zusammen.

2. Teil: Grundlagen und Normverständnis

Grundstein einer Untersuchung der Geschäfte von Führungspersonen i.R.v. öffentlichen Angeboten ist zunächst ein Verständnis der zugrundeliegenden Regelungen zu den *Directors' Dealings*, die innerhalb der kapitalmarktrechtlichen Publizitätspflichten der Organpublizität zugerechnet werden.²⁷ Danach werden weitere Publizitätspflichten, die ebenfalls einer kurzen Skizzierung bedürfen, erläutert. Von zentraler Bedeutung ist dabei das systematische Verhältnis der *Directors' Dealings* zu Publizitätspflichten, die bei öffentlichen Angeboten relevant werden.

§ 5 *Directors' Dealings*

Besonderes Augenmerk soll den Änderungen und Neuregelungen i.R.d. *Directors' Dealings* zukommen, ohne die eine abschließende Wertung kaum erfolgen kann. Unerlässlich für die folgende Analyse ist vor allem der Sinn und Zweck der *Directors' Dealings*. Dieser basiert nicht unwesentlich auf verhaltensökonomischen Aspekten, die im Weiteren überblickartig nachgezeichnet werden sollen.

A. Europäischer Einfluss und Regelungsvorbilder

Zunächst soll ein kursorischer Überblick über die historische und europarechtliche Entwicklung der *Directors' Dealings* sowie ihre Regelungsvorbilder gegeben werden.

27 *Fleischer*, ZIP 2006, 451, 458; *Hellgardt*, Kapitalmarktdeliktsrecht, S.287.

I. Entstehungsgeschichte

1. Wirtschaftsempirischer Hintergrund

Die naheliegende Vermutung der Wissenschaft, dass Führungspersonen beim Handeln mit den Wertpapieren des Unternehmens, bei dem sie tätig sind, Vorteile aus ihrer Stellung ziehen können, wurde bereits früh empirisch belegt.²⁸ Wie häufig im Kapitalmarktrecht waren die Vorreiter auch hier die angloamerikanischen Rechtsordnungen. Studien aus den USA, Kanada sowie dem Vereinigten Königreich belegen, dass Führungspersonen im Vergleich zum üblichen Anlegerpublikum eine statistisch erhebliche Überrendite erwirtschaften.²⁹ Diese Ergebnisse haben sich aber auch in den europäischen Ländern, u.a. Deutschland, Italien und den Niederlanden in unterschiedlichen Ausprägungen bestätigt.³⁰ Die ermittelten Überrenditen liegen bei Wertpapierkäufen im Bereich von 5% bis 16%, während bei Verkäufen die vermiedenen Verluste sogar im Bereich von bis zu 27% liegen können.³¹ Diese Ergebnisse wurden auf Basis von BaFin-Daten erneut bestätigt.³² Ferner wurde in den meisten Fällen festgestellt, dass Anleger, die ihre Transaktionsentscheidungen denen der Führungspersonen, insbesondere der Vorstandsmitglieder, nachbilden merklich bessere Renditen erzielen.³³ Dies hat in der Praxis dazu geführt, dass Fonds

28 Für eine Analyse der ökonomischen Auswirkungen der Insiderhandels vgl. *Ott/Schäfer*, ZBB 1991, 226, 228 ff; zum Für und Wider des Insiderhandels als solchem siehe *Hopt*, ZGR 1991, 17, 22 ff.

29 *Assmann/Schneider/Sethe*, WpHG, § 15a Rn. 12; *Fleischer*, ZIP 2002, 1217, 1220; *Hillier/Marshall*, Journal of Business Finance and Accounting 2002, 77 ff; *Jaffe*, Journal of Business 1974, 410 ff; zu einer kritischer Würdigung dieser Studien vgl. *Rau*, Directors' Dealings, S. 84 ff.

30 *Heidorn/Meyer/Pietrowiak*, Performance-Effekte nach Directors' Dealings, S. 15 ff; *Rau*, Directors' Dealings, S. 221; *Veil*, European Capital Markets Law, 2013, Sec. 21 Rn. 4.

31 *Schwark/Zimmer/Osterloh*, KMRK, § 15a WpHG Rn. 13 m.w.N.

32 *Hussmann/Fieberg*, Die Unternehmung 2014, 47, 54 ff.

33 *Heidorn/Meyer/Pietrowiak*, Performance-Effekte nach Directors' Dealings, S. 25; *Rau*, Directors' Dealings, S. 221 ff; mit für Deutschland gleichem Ergebnis, aber erheblich geringerer statistischer Signifikanz *Dickgießer*, Directors' Dealings in the German Stock Market, S. 206.

dazu übergegangen waren, ihre Investmentstrategie auf die Transaktionen der Führungskräfte abzustimmen.³⁴

Aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht ist aus der Tatsache, dass Insider oder insidernahe Personen abnormale Renditen erwirtschaften können zu folgern, dass die Kapitalmärkte in all diesen Ländern nicht streng informationseffizient sind.³⁵ Damit hat also vor dem Hintergrund des idealtypischen, effizienten Kapitalmarkts Regelungsbedarf im Bereich der Geschäfte von Führungspersonen bestanden.

2. Erfahrungen des Neuen Markts als Wegbereiter

Bis zum 21.06.2002 gab es in Deutschland allerdings keine gesetzliche Grundlage für die Regelung der Directors' Dealings. Transaktionen von Führungspersonen mit Wertpapieren des eigenen Unternehmens waren auch keine gem. § 15 WpHG a.F. zu veröffentlichenden Tatsachen, so dass gewissermaßen ein »rechtsfreier Raum« bestand.³⁶ Eine solche Regelung wurde dann erstmals durch Art. 2 Nr. 9 des 4. FFG getroffen. Hiermit wurde der § 15a WpHG a.F. eingeführt, der für Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder börsennotierter Aktiengesellschaften erstmals eine Meldepflicht vorsah. Im Vergleich zu vielen anderen Ländern mit entwickelten Finanzmärkten wurde die Problematik in Deutschland damit erst sehr spät aufgegriffen. Dies gilt so allerdings für die meisten der heute bekannten Regelung zum Marktmissbrauch.³⁷ Trotz des Drucks sich i.R.d. Globalisierung an diese bereits bestehenden Regelungsvorbilder in anderen Rechtsordnungen anzupassen³⁸, haben erst die i.R.d. »Neuen Marktes« öffentlich diskutierten Missbrauchsfälle bei Eigengeschäften von Führungspersonen den Gesetzgeber zum Einschreiten bewegt.³⁹ Neben den Mani-

34 *Dymke*, Directors' Dealings in Deutschland, S. 57; *Rau*, Directors' Dealings, S. 2 m.w.N.

35 *Betzer/Theissen*, EFM 2009, 402, 428; *Dymke*, Directors' Dealings in Deutschland, S. 61 f; *Heidorn/Meyer/Pietrowiak*, Performance-Effekte nach Directors' Dealings, S. 25.

36 *Hower-Knobloch*, Directors' Dealings, S. 62.

37 *Dymke*, Directors' Dealings in Deutschland, S. 1.

38 Vgl. hierzu § 5 A.II.1 ab S. 39.

39 *Assmann/Schneider/Sethe*, WpHG, § 15a Rn. 16; *Fuchs/Pfüller*, WpHG, § 15a Rn. 3; *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 50.

pulationen der ComROAD AG und der Infomatec AG, ist dabei vor allem der Fall der EM.TV AG zu nennen, in dem die Gebrüder Haffa als Vorstandsmitglieder ihre Aktien an der Gesellschaft trotz starker Verluste aufgrund geschöner Zahlen auf dem Kurshöhepunkt verkaufen konnten.⁴⁰

3. Europäisierung der Directors' Dealings

Bereits zum Zeitpunkt des Inkrafttretens des 4. FFG waren jedoch die Weichen für eine Europäisierung des deutschen Kapitalmarktrechts gestellt. So gab es bereits im Mai 2001 einen Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Richtlinie über den Marktmissbrauch, welchem der deutsche Gesetzgeber mit der Einführung des § 15a WpHG a.F. gewissermaßen schon vorgegriffen hatte.⁴¹ Dies hat zur Folge, dass die Entstehungsgeschichte der Directors' Dealings in Deutschland von Beginn an maßgeblich vom Handeln des europäischen Gesetzgebers geprägt war. Die ersten Überlegungen auf europäischer Ebene zu einer vergleichbaren Regelung wurden bereits 1975 i.R.d. angedachten Verordnung über die europäische Aktiengesellschaft angestellt, deren Art. 82 Abs. 2 für Führungspersonen eine periodische Meldepflicht vorsah.⁴² Erst mit der Jahrtausendwende bildete sich jedoch auf europäischer Ebene ein Konsens.

a) Lamfalussy-Verfahren

Sie wurde maßgeblich von einem geänderten Rechtssetzungsrahmen beeinflusst. Gleichzeitig zum Vorschlag der Kommission zur Marktmiss-

40 Haffa gibt illegale Aktienverkäufe zu; in: FAZ Online, 16.01.2001. Verfügbar unter <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/em-tv-haffa-gibt-illegale-aktienverkaeuft-zu-114290.html> [29.11.2017].

41 Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) vom 30. Mai 2001, KOM(2001) 281 endgültig – 2001/0118 (COD), verfügbar unter: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/de_501pc0281.pdf [29.11.2017].

42 Vorschlag einer Verordnung des Rates über das Statut der Europäischen Aktiengesellschaft vom 30. April 1975, KOM(1975) 150 endgültig – Bulletin der EG Beilage 4/75; vgl. *Pipkorn*, AG 1975, 318, 324.

brauchsrichtlinie wurde nämlich durch den Rat der Wirtschafts- und Finanzminister der Europäischen Union (ECOFIN) und einer Expertenkommission unter Vorsitz von Baron Alexandre Lamfalussy ein Entwurf für ein neues europäisches Rechtssetzungsverfahren geschaffen, welches effizienter auf Änderungen am Markt reagieren können sollte.⁴³ Aus dem sog. »Lamfalussy Bericht«, der am 05.02.2002 vom Parlament angenommen wurde, folgte ein Verfahren mit vier Stufen, das verbreitet auch als Lamfalussy-Verfahren bekannt wurde und später im Primärrecht der Union kodifiziert wurde.⁴⁴

Auf der ersten Stufe dieses Verfahrens steht der europäische Sekundärrechtsakt, in dem das Europäische Parlament auf Vorschlag der Europäischen Kommission (Kodezisionsverfahren) eine politische Grundsatzentscheidung bezüglich einer Regelungsmaterie trifft. Es wird dabei i.R.d. ordentlichen Gesetzgebungsverfahrens gem. Art. 294 AEUV ff zumeist eine Richtlinie oder eine Verordnung beschlossen. Darin findet sich keine Regelung en détail, sondern vielmehr nur ein mehr oder weniger grob abgesteckter Rahmen, innerhalb dessen die Kommission weitgehenden Ausgestaltungsspielraum hat, um weitere Rechtsakte zu erlassen.⁴⁵ Dazu werden die Durchführungsbefugnisse der Kommission für jeden Rechtsakt speziell festgelegt.

Diese Ausgestaltung des zugrundeliegenden Sekundärrechtsakts spielt sich sodann auf der zweiten Stufe ab.⁴⁶ Hierzu kann die Kommission entweder auf Grundlage von Art. 290 AEUV sog. delegierte Rechtsakte oder gem. Art. 291 Abs. 2 AEUV sog. Durchführungsrechtsakte erlassen. Diese bedürfen keiner weiteren Legitimation durch eine Abstimmung im Europäischen Parlament, weshalb auch der auf erster Stufe zuvor festgelegte Rahmen der Ermächtigung strikt zu wahren ist.⁴⁷ Beide Arten der Rechts-

43 Schlussbericht des Ausschusses der Weisen über die Reglementierung der europäischen Wertpapiermärkte (Lamfalussy Bericht), S.19 ff; verfügbar unter: http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_de.pdf [14.12.2017].

44 Ob das Verfahren anwenderfreundlicher geworden ist, wird dennoch angezweifelt; vgl. *Hemeling*, ZHR 181 (2017), 595 ff sowie *Mülbert*, ZHR 176 (2012), 369 ff, der bildlich von einem »Regelungstsunami« spricht.

45 Lamfalussy Bericht, S.29 ff.

46 v. *Buttlar*, BB 2003, 2133, 2134.

47 *Osterloh*, *Directors' Dealings*, S.51; *Schmolke*, NZG 2005, 912, 913.

akte auf zweiter Stufe ergehen in der Form von Verordnungen oder Richtlinien, sind im Gegensatz zu solchen der ersten Stufe allerdings Rechtsakte ohne Gesetzescharakter.

Noch spezifischere Auslegungsfragen werden auf dritter Stufe den europäischen Gesetzgebungsorganen entzogen. Stattdessen werden von den europäischen oder nationalen Aufsichtsbehörden einheitliche Standards, Leitlinien und Empfehlungen in Form von Verwaltungsvorschriften entwickelt.⁴⁸ Diese treten als rechtlich nicht verbindliches »soft law« neben die verbindlichen Regelungen der ersten beiden Stufen.⁴⁹ Die Befugnis solche Leitlinien zu erlassen, leitet die ESMA aus Art. 16 ESMA-VO her.⁵⁰ Trotz der rechtlichen Unverbindlichkeit wird diesen Regelungen eine faktische Bindungswirkung zugesprochen.⁵¹ Auf letzter Stufe steht die Aufsicht über die Durchsetzung der europäischen Regelungen. Hierbei wacht die Kommission als »Hüterin der Europäischen Verträge« darüber, dass die Mitgliedstaaten die Regelungen umsetzen und konsequent anwenden.⁵²

b) Europäische Gesetzgebung zum Marktmissbrauch

Innerhalb dieses neuen konzeptionellen Rahmens folgten in den nachfolgenden Jahren mehrere Richtlinien, die den Marktmissbrauch und die Directors' Dealings zum Gegenstand hatten und die vom deutschen Gesetzgeber umgesetzt wurden.

Der Startschuss für die europarechtliche Vereinheitlichung der Directors' Dealings fiel bereits unmittelbar nach der Einführung des § 15a WpHG a.F. durch den deutschen Gesetzgeber. Die Marktmissbrauchs-

48 Lamfalussy Bericht, S.46 ff.; *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 52.

49 *Brellocks*, AG 2016, 157, 158; *Walla*, BKR 2012, 265, 267.

50 Verordnung (EU) Nr.1095/2010 des Europäischen Parlamentes und des Rates vom 24.11.2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses Nr. 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission, ABl. EU L 331, 84.

51 *Hitzer/Hauser*, BKR 2015, 52, 54; *Möllers*, ZEuP 2008, 480, 490 ff; *Walla*, BKR 2012, 265, 267; für die BaFin *Hopt/Wohlmannstetter/Weber-Rey/Baltzer*; Handbuch Corporate Governance, S. 457 ff.

52 Lamfalussy Bericht, S.49 ff.